

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO: FINANÇAS

**QUAL O GRAU DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA DE
PORTUGAL EM FINAIS DO SÉCULO XIX E EM
FINAIS DO SÉCULO XX?**

LAURA ISABEL DA SILVA E CASTRO

Orientação:

Doutora Rita da Conceição Cardoso Martins de Sousa

Júri:

Presidente: Doutora Clara Patrícia Costa Raposo, professora
catedrática do Instituto Superior de Economia e Gestão

Vogal: Doutor Nuno João de Oliveira Valério, professor
catedrático do Instituto Superior de Economia e Gestão

Vogal: Doutora Rita da Conceição Cardoso Martins de Sousa,
professora auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão

Dezembro/2011

RESUMO

O objectivo deste trabalho é avaliar o grau de integração financeira de Portugal no mundo em finais do século XIX, entre 1870 até 1914, e em finais do século XX, entre 1980 até 2000.

A motivação do estudo relaciona-se com a necessidade de contextualizar Portugal no tema da integração financeira internacional, sobretudo, para o século XIX. Ambiciona-se que a investigação desenvolvida seja um primeiro passo para futuras pesquisas.

A análise empírica realizada a partir de dados sobre os activos estrangeiros e passivos estrangeiros, em Portugal e no mundo (que é representado por uma amostra de países), utiliza uma metodologia que mede a mobilidade de capital no país. Demonstra-se que Portugal entre 1870 e 1914, foi pouco integrado financeiramente, quando comparado com o resto do mundo. Por outro lado, entre 1980 e 2000, Portugal registou um grau de integração financeira a nível internacional elevado.

Palavras-chave: integração financeira, mobilidade de capital, Portugal.

Classificação JEL: F3; G15; N20.

ABSTRACT

The aim of this work is to evaluate the degree of financial integration of Portugal in the world at the end of 19th century, since 1870 to 1914, and at the end of 20th century, since 1980 to 2000.

The motivation of the study is contextualize Portugal on the theme international financial integration, especially for the 19th century. Hopefully this investigation will be useful for futures researches.

The empirical analysis, focus on the data about foreign assets and foreign liabilities in Portugal and the world (which is represented by a sample), employs one methodology that evaluate the capital mobility in a country. It demonstrates that Portugal, since 1870 to 1914, is little financially integrated when compared to the rest of the world. On the other hand, since 1980 to 2000, shows a Portugal with a high degree of financial integration.

Keywords: financial integration, capital mobility, Portugal.

JEL codes: F3; G15; N20.

ÍNDICE

RESUMO	2
ABSTRACT	3
LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS	7
AGRADECIMENTOS	8
1. INTRODUÇÃO.....	9
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	12
2.1 Definição de Integração Financeira Internacional e seus Indicadores.....	12
2.2 Processos de Integração Financeira Internacional	13
2.2.1 Análise histórica da evolução da Mobilidade do Capital (1870-2000).....	14
2.2.2 A Integração Financeira e a necessidade de existir Controlos de Capital	16
2.3 Grau de Integração Financeira Internacional em finais dos séculos XIX e XX ...	20
2.3.1 O Padrão em forma de “U”	21
2.3.2 O Padrão em forma de “J”	24
2.3.3 Países que se destacaram durante a 1ª e a 2ª Integração Financeira	27
2.4 Portugal no contexto da Integração Financeira Internacional	32
2.4.1 Portugal no contexto da 1ª Integração Financeira.....	32
2.4.2 Portugal no contexto da 2ª Integração Financeira.....	34
3. METODOLOGIA E DADOS	37
3.1 Metodologia	37
3.2 Dados	38
3.2.1 Dados para avaliar o grau de Integração Financeira de Portugal durante a 1ª Integração Financeira Internacional (1870-1914).....	38
3.2.2 Dados para avaliar o grau de Integração Financeira de Portugal durante a 2ª Integração Financeira Internacional (1980-2000).....	42
4. RESULTADOS EMPÍRICOS.....	43
4.1 Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870- 1914) e XX (1980-2000), pelos Activos Estrangeiros	43
4.2 Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870- 1914) e XX (1980-2000), pelos Passivos Estrangeiros.....	48

4.3 Grau de Integração Financeira de Portugal – País em Desenvolvimento (em finais do século XIX) e País Desenvolvido (em finais do século XX)	56
5. CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E PERSPECTIVAS DE INVESTIGAÇÃO FUTURA	60
5.1 Conclusão.....	60
5.2 Limitações	62
5.3 Perspectivas de investigação futura	63
BIBLIOGRAFIA	65

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução da mobilidade do capital (1870-2000).....	16
Figura 2 – Padrão em forma de “U” (Activos Estrangeiros/PIB Mundial)	22
Figura 3 – Padrão em forma de “U” (Passivos Estrangeiros/PIB Mundial).....	23
Figura 4 – Padrão em forma de “J” (Activos Estrangeiros/PIB Mundial)	25
Figura 5 – Padrão em forma de “J” (Passivos Estrangeiros/PIB Mundial)	26
Figura 6 – Percentagem de Activos Estrangeiros do Reino Unido e dos EUA em relação aos Activos Estrangeiros no Mundo	28
Figura 7 – Percentagem de Passivos Estrangeiros dos Países em Desenvolvimento em relação aos Passivos Estrangeiros no Mundo	30
Figura 8 – Stock de capital estrangeiro presente nos Países Ricos e nos Países Pobres (1913 versus 1997).....	31

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

TABELA I – O Trilema e a Mobilidade do Capital	20
TABELA II – Activos Estrangeiros (1870-2000)	44
TABELA III – Passivos Estrangeiros (1870 – 1971)	50
TABELA IV – Passivos Estrangeiros (1980 – 2000)	52
Gráfico 1 – Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870-1914) e XX (1980-2000), pelos Activos estrangeiros	46
Gráfico 2 – Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870-1914) e XX (1980-2000), pelos Passivos Estrangeiros	54

AGRADECIMENTOS

Terminada uma etapa particularmente importante da minha vida, não poderia deixar de agradecer a todos aqueles que me apoiaram e contribuíram para a realização deste trabalho.

Começo por agradecer de um modo especial à minha orientadora, a Professora Doutora Rita Martins de Sousa, pela disponibilidade que sempre demonstrou, pelas sugestões e palavras de incentivo, tão importantes no decorrer desta dissertação. Ao Professor Doutor Nuno Valério, pelo seu útil material bibliográfico e pelo tempo despendido em tirar as dúvidas que surgiram na recolha dos dados para o século XIX.

A todos os professores de licenciatura e de mestrado, pelos conhecimentos e competências que me transmitiram e que culminaram na elaboração deste trabalho.

Aos meus colegas e amigos, pela amizade, pelos incentivos e pelas suas palavras de coragem e apoio durante o percurso académico.

Por fim, ao Miguel, às minhas irmãs, e em especial aos meus pais, por inúmeros motivos, entre os quais, dedicação, carinho, amor, paciência, amizade, compreensão e por outra razão que eles já conhecem... Obrigada!

1. INTRODUÇÃO

Em finais do século XIX, os países da região central e noroeste do continente europeu, sofreram uma transformação económica. O ambiente político e económico que se vivia na época contribuiu para uma interligação mais próxima dos centros financeiros mundiais, devido a uma transmissão de informação mais veloz associada à livre circulação de capitais. Foi neste contexto de aproximação dos mercados financeiros a nível global, que surgiu a 1ª integração financeira internacional. O grau elevado de integração financeira é comprovado por diversos indicadores entre os quais, a harmonização dos preços das acções transaccionadas em simultâneo nalguns centros financeiros, a forte convergência internacional das taxas de juro e a mobilidade de capital. Os investigadores comparam a era pré-1914 com a pós-1971, ou seja, as duas integrações financeiras internacionais. No entanto, se por um lado o grau de integração financeira em ambos os períodos parece ser comparável, por outro lado os mercados financeiros da era pós-1971 afiguram-se mais integrados do que nunca.

Numa economia periférica e pequena como Portugal era em finais do século XIX, a integração financeira que ocorreu em diversos países, designadamente na Grã-Bretanha, foi crucial para o seu desenvolvimento económico-financeiro. De facto, a maior disponibilidade de capitais em mercados como Londres, Paris e Berlim, fez aumentar a integração de Portugal no mercado mundial. Uma verdadeira política de comércio livre foi, no entanto, colocada em prática durante a prosperidade dos anos Pós-Segunda Guerra Mundial na década de 1960, quando Portugal aderiu à “*European Free Trade Association*” (EFTA), e mais recentemente com a sua entrada na Comunidade Económica Europeia (CEE), em 1986. Numa perspectiva de Longo Prazo, os fluxos significativos de capital que ocorreram nos anos anteriores à Primeira Guerra Mundial, e com eles o surgimento de fortes laços com os países da Europa Central, contribuíram para a integração financeira de Portugal no continente europeu durante a década de 1990.

A definição de integração financeira considera dois aspectos: substituíbilidade de títulos dentro de um determinado mercado financeiro, ou seja, os investidores podem adquirir títulos cotados em moedas distintas; e mobilidade de capital que é a capacidade

de movimentação, entre os países, dos títulos financeiros. A teoria sobre esta temática sugere medidas alternativas para calcular a mobilidade de capital. O presente trabalho centra-se na quantidade de stocks brutos de activos e passivos estrangeiros, normalizada por uma medida que representa o tamanho da economia de um determinado país, designadamente, o produto interno bruto (PIB); um rácio (seja o dos activos estrangeiros sobre o PIB ou o dos passivos estrangeiros sobre o PIB) elevado significa que o país se encontra integrado a nível financeiro.

Esta dissertação tem como principal objectivo responder à seguinte questão: Qual o grau de integração financeira de Portugal em finais do século XIX e em finais do século XX? Para atingir este objectivo compara-se a evolução dos stocks brutos de activos e passivos estrangeiros existentes em Portugal com os presentes no mundo (que é visto como o somatório de uma amostra de países que se destacavam na época pela sua capacidade financeira) entre 1870 e 1914, para o século XIX, e entre 1980 e 2000, para o século XX.

Este trabalho encontra-se estruturado em cinco capítulos, sendo que a Introdução integra o primeiro capítulo. No segundo capítulo é apresentada a revisão da literatura sobre os processos de integração financeira a nível internacional (em finais dos séculos XIX e XX), e a contextualização de Portugal em ambos. Na primeira secção deste capítulo, será apresentada uma definição de integração financeira e alguns indicadores que poderão medir o seu grau de intensidade. Na secção seguinte, os dois processos de integração serão expostos num contexto histórico (desde 1870 até 2000) através da evolução da mobilidade do capital, onde serão exibidos argumentos teóricos que defendem a presença de controlos de capital num mundo totalmente integrado a nível financeiro. Posteriormente, expõe-se dois padrões que comparam o grau de mobilidade do capital em ambos os processos de integração financeira internacional designadamente, o padrão em forma de U (defendido por Obstfeld e Taylor, 2002) e o padrão em forma de J (defendido por Alexander Salles, 2007). Na terceira secção deste capítulo, serão apresentados os países que se destacaram pela sua forte capacidade financeira durante a 1ª e a 2ª integração financeira internacional. Por fim, na última secção, Portugal será enquadrado no tema integração financeira internacional com

referência a diversos aspectos importantes, designadamente, dois: as quantidades razoáveis de investimento externo para Portugal, proveniente sobretudo da Inglaterra (na 1ª integração financeira internacional) e o aumento do nível de integração financeira de Portugal na Europa depois das principais alterações institucionais à sua integração na área *euro* estarem concluídas.

No terceiro capítulo expõe-se a metodologia, os dados e suas fontes, utilizados no estudo empírico, apresentando-se na primeira secção deste capítulo a metodologia, e na segunda os dados e respectivas fontes.

No quarto capítulo os resultados empíricos são interpretados. Este capítulo encontra-se dividido em três secções: nas duas primeiras tem-se uma referente ao século XIX e outra respeitante ao século XX, avaliando-se em cada uma delas o grau de integração financeira de Portugal, pelos activos e passivos estrangeiros. Na terceira secção deste capítulo apresenta-se Portugal no âmbito do tema da integração financeira internacional em finais do século XIX e em finais do século XX, num contexto de países em desenvolvimento versus países desenvolvidos.

Por fim, no quinto capítulo, e não menos importante, serão expostas as conclusões e limitações deste estudo, sugerindo ainda uma investigação futura no âmbito desta temática.

2. REVISÃO DA LITERATURA

No âmbito dos processos de integração económica internacional, a integração financeira de Portugal é um dos temas menos investigados. É considerado um processo, em vez de um efeito num momento, com diferentes graus de integração ao longo do tempo. No caso da amostra de países ser economicamente heterogénea, os países que a compõem podem estar em diferentes estágios no processo de integração financeira (Ferreira, 2006). Neste capítulo analisa-se o contexto teórico do processo de integração financeira a nível internacional e a participação de Portugal no mesmo.

2.1 Definição de Integração Financeira Internacional e seus Indicadores

Nesta secção apresenta-se uma definição de integração financeira internacional e discute-se alguns dos indicadores disponíveis para aferir o grau dessa integração.

A integração financeira internacional é associada à liberalização financeira (ou, por outras palavras, à livre circulação de capital). Uma maneira de reflectir sobre a liberalização financeira internacional é associá-la à livre circulação dos fluxos de capital entre os países (devido à abolição de restrições regulamentares) em três perspectivas: pagamentos de bens estrangeiros, de serviços estrangeiros e da dívida externa (liberalização da conta corrente), novos investimentos dentro e fora do país (liberalização do capital) e, ausência de discriminação contra transacções particulares (ou de parceiros) através de múltiplos sistemas de câmbio (unificação da taxa de câmbio). Embora relativamente simples, este conceito apresenta sérias falhas quando avaliado a nível empírico (Esteves, 2011).

A integração financeira internacional pode ser avaliada empiricamente por duas medidas distintas: medidas de *jure* e medidas de *facto*. Os indicadores de *jure* são agregados a partir de listas de restrições regulamentares para diferentes tipos de transacções de capital. O índice mais conhecido foi elaborado por Quinn (1997) e faz referência não só aos controlos de transacções de capital, mas também aos de transacções de conta corrente. Entre os problemas com este tipo de medidas encontra-se a necessidade de agregar, parcialmente, as avaliações jurídicas das restrições políticas em diferentes tipos de fluxos de capital e a sua incapacidade em reconhecer o grau de

cumprimento dos regulamentos existentes. As medidas de *facto* surgem como alternativa para medir a integração do mercado de capital. Estas medidas de *facto* justificam o elevado grau existente nos controlos de capital, na medida em que os fluxos de capital entre os países dependem de uma série de factores alheios aos objectivos políticos (designadamente, a situação económica e política do país, o diferencial de risco e de liquidez, as barreiras legais, entre outros). Os indicadores de *facto* são de dois tipos: preços e quantidades. As medidas por via dos preços avaliam a integração financeira internacional pelos diferenciais dos preços dos activos financeiros ao longo do tempo. A paridade de taxas de juros é uma medida comum neste contexto. As medidas por via das quantidades, por outro lado, focam a quantidade de fluxos ou de stocks de activos (e/ou passivos) estrangeiros em relação a uma rubrica que represente a dimensão da economia mundial (Esteves, 2011). Outros autores propõem a correlação entre a poupança e o investimento de um dado país como medida de integração financeira. Em países bem integrados a nível financeiro, o investimento interno não será limitado pela poupança interna, de maneira que a sua correlação deverá diminuir perante a liberalização financeira. Ou seja, quando o investimento interno de um dado país é igual à sua poupança interna, o país não se encontra integrado a nível financeiro; por outro lado, quando o valor de ambas as rubricas difere, o país apresenta-se integrado financeiramente (Feldstein e Horioka, 1980).

2.2 Processos de Integração Financeira Internacional

Obstfeld e Taylor (2002) defendem a existência de dois processos de integração financeira a nível internacional: o primeiro ocorreu em finais do século XIX e inícios do século XX (1ª integração financeira) e o segundo em finais do século XX (2ª integração financeira). Esta definição de integração financeira considera uma variável importante: mobilidade de capital. Intuitivamente, pode-se argumentar que a integração financeira conduz a um aumento no fluxo de capitais (já que as restrições à mobilidade de capital são abolidas) (Seabra, 2002). Nesta secção abordam-se os dois processos de integração financeira internacional através da análise histórica da evolução da mobilidade do capital estrangeiro no mundo (desde 1870 até 2000). Em seguida, apresenta-se de forma sucinta os argumentos teóricos que suportam a necessidade de haver um determinado

número de controlos de capital (para que haja mobilidade do capital e, por conseguinte, integração financeira internacional). Apresenta-se dois tipos de argumentos: *second-best arguments* e *political economy*. Dá-se ênfase à informação assimétrica entre os agentes económicos (para o primeiro tipo de argumento) e reflecte-se (de forma detalhada) sobre o trilema desenvolvido por Obstfeld e Taylor, 2002 (para o segundo tipo de argumento). Por fim, explica-se possíveis causas para a evolução da mobilidade do capital baseadas no trilema: taxas de câmbio, políticas monetárias e mobilidade de capital.

2.2.1 *Análise histórica da evolução da Mobilidade do Capital (1870-2000)*

A análise histórica sobre a evolução da mobilidade do capital divide esta em 4 períodos distintos: desde 1880 até 1914 (elevada mobilidade do capital, quando ocorreu a 1ª integração financeira), desde 1914 até 1945 (reduzida mobilidade do capital, quando decorreram as duas guerras mundiais e a crise de 1929), entre 1945 e 1971 (aumento da mobilidade do capital, quando vigorava o sistema monetário de *Bretton Woods*), por último, desde 1971 até 2000 (crescimento gradual da mobilidade do capital, quando ocorreu a 2ª integração financeira) (Obstfeld e Taylor, 2002)

Durante o primeiro período (1880-1914), o sistema de câmbio fixo que vigorava (fruto do sistema monetário: o padrão-ouro) foi, para a maioria dos países, um regime estável e credível. O número de países que aderiram cresceu de forma gradual desde 1880 até 1900. Com isto, os fluxos de capital intensificaram-se e as taxas de juros dos títulos financeiros dos países convergiram. De facto, durante a 1ª integração financeira, os mercados financeiros internacionais encontravam-se mais integrados do que nunca e a mobilidade do capital atingiu níveis elevados. O sector financeiro tornou-se um sector global no sentido de ser capaz de alcançar uma variedade de actividades económicas (Eichengreen e Flandreau, 1996; Obstfeld e Taylor, 2002).

No segundo período (1914-1945), as Guerras Mundiais e a Grande Depressão, acompanhadas por um aumento do nacionalismo e por políticas proteccionistas, destruíram a economia global. Como forma de ajudar o financiamento do défice gerado pela 1ª Guerra Mundial implementou-se uma política económica orientada, sobretudo, para os objectivos nacionais de cada país e com taxas de câmbio flexíveis. Para prevenir

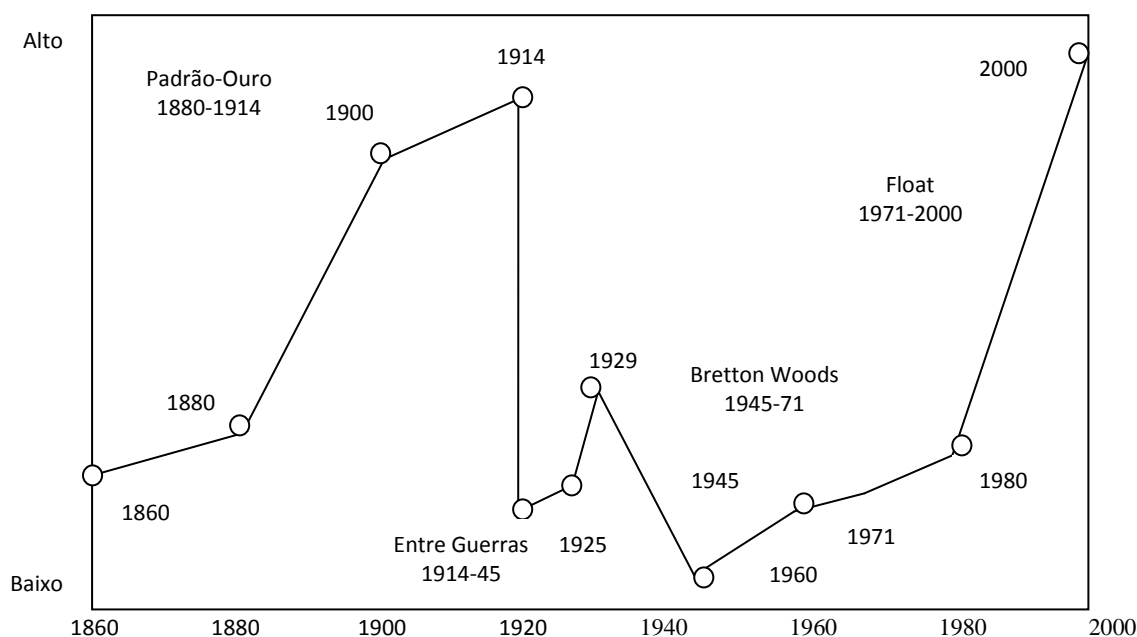
as crises cambiais, as restrições de capital generalizaram-se e (no espaço de algumas décadas) a economia mundial de globalizada passou a quase autárquica. Os fluxos de capital eram mínimos e investir no estrangeiro comportava riscos elevados. As taxas de juro dos títulos financeiros dos países divergiram e a mobilidade do capital diminuiu significativamente (Obstfeld e Taylor, 2002).

No terceiro período, durante o sistema de *Bretton Woods* (1945-71), uma tentativa de retomar a economia global tomou forma. De facto, os fluxos de capital intensificaram-se de tal maneira que conduziram ao crescimento sustentado da economia no mundo. No entanto, de modo a evitar as crises cambiais o Fundo Monetário Internacional (FMI) sancionou controlos de capital, o que proporcionou aos governos mais autonomia para a prática de políticas monetárias activas. Este sistema fixo, mas com taxas de câmbio ajustáveis, e a possibilidade de restrições aos movimentos de capital prevaleceu por vinte anos, daí o mercado de capital ter recuperado muito lentamente (Obstfeld e Taylor, 2002).

No quarto e último período (1971-2000), o sistema monetário passou a ser caracterizado por taxas de câmbio variáveis entre as principais moedas, com alguma cooperação local das taxas de câmbio fixas. De facto, para contrariar a volatilidade das taxas de câmbio entre as moedas e a instabilidade económica associada, os nove membros da Comunidade Económica Europeia (CEE) designadamente, Alemanha, Bélgica, Dinamarca, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Reino Unido, criaram o Sistema Monetário Europeu (SME) em Março de 1979 que introduziu taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, entre as moedas dos países da CEE. Com taxas de câmbio flexíveis, os mercados mais facilmente se adaptaram a novas situações podendo as restrições de capital ser abolidas. Com isto, os países industrializados, encorajados, aumentaram o fluxo de capital por todo o mundo desenvolvendo, assim, os mercados de capitais. Por outro lado, nos países da periferia, as reformas económicas reduziram os custos de transacção e o risco de investir no estrangeiro, o que fez aumentar o fluxo de capital nos países. Assim, com o crescimento da confiança dos agentes económicos, devido à abertura ao exterior dos mercados nacionais (e ao avanço nas tecnologias de informação e comunicação), a mobilidade do capital cresceu gradualmente no mundo a partir de 1980, período da 2ª integração financeira internacional (Obstfeld e Taylor, 2002).

A figura 1 representa a evolução não linear da mobilidade do capital durante os 4 períodos acima enunciados.

Figura 1 - Evolução da mobilidade do capital (1870-2000)



Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

Como se pode verificar, apresenta-se uma curva ascendente da mobilidade do capital para o 1º período que vai desde 1880 até 1914, o que seria seguido (embora com uma pequena recuperação durante a breve reconstrução do padrão-ouro durante os anos vinte) por um colapso durante as duas guerras mundiais até 1945 (2º período). A partir de 1945 assiste-se a um aumento gradual da mobilidade do capital até 1971 (3º período), que continuou a partir de 1971 até 2000 (4º período), apesar de mais acentuado nas décadas de 1980 e de 1990.

2.2.2 A Integração Financeira e a necessidade de existir Controlos de Capital

Os argumentos teóricos que estão por detrás dos controlos de capital, e consequentemente, da mobilidade do capital, dividem-se em dois grupos: *second-best arguments* e *political economy*. No primeiro, a remoção de determinado controlo do capital para o bom funcionamento dos mercados financeiros, pode conduzir à integração

do capital para níveis abaixo do óptimo (dado que provocou uma redução na mobilidade do capital). Então, nestes casos, é socialmente preferível manter um certo nível de distorções ideais (de maneira a que o capital permaneça integrado). No segundo grupo, os agentes económicos competem pelo poder político (removendo ou não os controlos de capital influenciando a mobilidade do capital) a fim de decretar a sua política preferida.

Um clássico exemplo de *second-best arguments* relaciona-se com distorções nos mercados financeiros provocadas por assimetrias de informação acerca da qualidade dos investidores (selecção adversa) e da sua forma de agir (risco moral). No âmbito da selecção adversa, os investidores “seleccionam” de maneira incorrecta os projectos com potencial e, consequentemente, estão dispostos a pagá-los por um preço abaixo do valor justo (para os bons projectos) e por um preço superior ao valor justo (para os maus, ou arriscados, projectos). Com isto, muitos projectos com valor actual líquido (VAL) positivo não serão concluídos (devido à deficiente afectação dos recursos) e as empresas vão emitir títulos abaixo da quantidade óptima (restringindo a mobilidade do capital). Neste cenário, um mercado de capitais liberalizado (sem controlos de capital) não gera uma alocação eficiente dos recursos (o que faz diminuir a mobilidade do capital). Ao abrigo do risco moral, os investidores mais informados alteram o seu comportamento de modo estratégico investindo em projectos com maior rentabilidade (mas mais arriscados). Os credores, por sua vez, por possuírem diversos encargos financeiros acordam financiar uma pequena parcela do total investido. Dado o financiamento não ser suficiente, os investidores racionam os seus recursos para níveis abaixo do óptimo (diminuindo, assim, a mobilidade do capital). Uma solução para este efeito seria proporcionar aos investidores privados um seguro para o seu financiamento. No entanto, as garantias estatais feitas a empresas ou sectores específicos podem levar à entrada excessiva de capitais para esses empreendimentos provocando (mais uma vez) uma deficiente afectação dos recursos (o que influencia a mobilidade do capital). Então, o problema não pode ser resolvido simplesmente pela liberalização dos mercados de capitais (sendo necessário implementar controlos de capital) (Esteves, 2011).

Em relação ao segundo grupo (*political economy*) uma maneira de visionar a relação existente entre os controlos de capital e a política macroeconómica é compreender o trilema defendido por Obstfeld e Taylor (2002).

Obstfeld e Taylor (2002) defendem que a evolução não linear da mobilidade do capital (durante 1880 até 2000) pode ser explicada com base num trilema de políticas macroeconómicas para as economias abertas. O trilema surge devido ao regime de políticas macroeconómicas poder incluir, no máximo, dois dos três objectivos políticos: (1) livre mobilidade de capitais entre os países, (2) taxa de câmbio fixa, (3) política monetária independente orientada para objectivos nacionais. Quando os movimentos de capital são proibidos (caso em que o (1) é violado) devido aos controlos de capital, um país com taxas de câmbio fixas poderá não utilizar as taxas de juro externas (quebrando o acordo feito com o exterior) e, assim, executar uma política monetária independente. Da mesma forma uma taxa de câmbio flexível (caso em que o (2) é violado), permite conciliar movimentos livres de capital com políticas monetárias independentes eficazes (no caso de os preços nacionais nominais serem fixos). Por fim, a política monetária orientada para os objectivos nacionais deixa de ser eficaz, quando existe circulação livre de capitais e taxas de câmbio fixas (caso em que o (3) é violado). É neste conflito entre escolhas políticas rivais que faz sentido os níveis ascendentes e descendentes da mobilidade do capital (num contexto mais amplo da economia política).

Nos próximos parágrafos apresenta-se (por períodos) as diferentes escolhas (documentadas por Obstfeld e Taylor 2002) que os países sacrificaram em detrimento de outras para a resolução do trilema (enunciado anteriormente).

Desde 1870 até 1914, período em que vigorava o sistema do padrão-ouro, a base monetária era formada por moedas de ouro, cuja aceitação se fundamentava no valor intrínseco do metal, enquanto mercadoria. O clima político que se vivia centrava-se na estabilidade da moeda e das taxas de câmbio. O sistema do padrão-ouro está de acordo com o trilema anunciado na medida em que os países optaram por taxas de câmbio fixas e pela circulação livre de capitais, sacrificando a saúde da política macroeconómica nacional (por exemplo, entre 1891 e 1897, os Estados Unidos entraram numa forte deflação em detrimento das especulações oriundas da troca do dólar pelo ouro). O equilíbrio a nível político surgiu apenas com a Primeira Guerra Mundial, quando houve uma mudança social subjacente às democracias industriais.

Durante os anos vinte, trabalhistas emergiram como um poder político, para restabelecer o sistema do padrão-ouro (em Inglaterra, o grupo trabalhista britânico provocou mesmo uma greve geral). A Grã-Bretanha voltou ao padrão-ouro, em 1925,

no entanto, o sistema reconstruído era tão fraco que ajudou a propagar uma depressão global (após a recessão económica dos EUA em 1929). Tomando como exemplo a Grã-Bretanha, que abandonou o padrão-ouro em Setembro de 1931, muitos países abandonaram o padrão-ouro no início dos anos trinta e depreciaram as suas moedas. Alguns recorreram mesmo aos controlos de capital de maneira a gerir com mais autonomia as taxas de câmbio e políticas nacionais. Assim, o período entre guerras (1914-1945) ficou conhecido por haver restrições na circulação de capital e taxas de câmbio flexíveis, em detrimento de uma política monetária e económica orientada para os objectivos nacionais (como, por exemplo, a criação de mais emprego).

No período referente ao Sistema de *Bretton Woods* (1945-1971), quarenta e quatro países aliados construíram um sistema monetário baseado em taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, (na convicção de que um sistema monetário constituído apenas por taxas de câmbio flexíveis provocasse instabilidade e problemas no comércio internacional). O sistema obrigava cada um dos países aliados a adoptar uma política monetária que mantivesse a taxa de câmbio indexada ao dólar que, por sua vez, estaria ligado ao ouro numa base fixa, em dólares. No centro do sistema encontrava-se o Fundo Monetário Internacional (FMI) que aprovava o realinhamento das moedas dos países (no caso de haver problemas com as suas balanças de pagamentos). Mais, os fundadores do FMI viram a sua capacidade de emprestar capital como um substituto (em vez de um complementar) dos fluxos de capital oriundos do exterior, impondo controlos severos à circulação de capital a nível internacional (o que fez reduzir significativamente a mobilidade de capital no mundo). Com isto, no início dos anos 1970 verificaram-se ataques especulativos sobre as principais moedas (dólar, marco alemão, yen japonês) e (depois de tentativas para restaurar as taxas de câmbio fixas) os países industrializados adoptaram sistemas monetários com taxas de câmbio flexíveis (no início de 1973).

Assim, o quarto período apresentou taxas de câmbio flexíveis entre as três moedas mais fortes: dólar, marco alemão e yen japonês. Adoptando taxas de câmbio flexíveis (em vez das taxas de câmbio fixas), os países foram capazes de manter a livre circulação de capitais enquanto implementavam políticas monetárias orientadas para os objectivos nacionais (como por exemplo, políticas nacionais para controlar a inflação e o emprego).

A tabela I resume a resolução do trilema ou (por outras palavras) o que os países optaram por sacrificar em cada um dos períodos (desde finais do século XIX até finais do século XX).

TABELA I – O Trilema e a Mobilidade do Capital

	– <i>Resolução do Trilema</i> – <i>Quantidade de países que optam por sacrificar:</i>		
Período	<i>Mobilidade de Capital</i>	<i>Taxa de Câmbio Fixa</i>	<i>Políticas Monetárias Activas</i>
Padrão-ouro (1880-1914)	Poucos	Poucos	A maioria
Entre Guerras (1914-1945)	Alguns	A maioria	Poucos
<i>Bretton Woods</i> (1945-1971)	A maioria	Poucos	Poucos
Flexível (1971-2000)	Poucos	Grande número	Poucos

Fonte: tabela realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

2.3 Grau de Integração Financeira Internacional em finais dos séculos XIX e XX

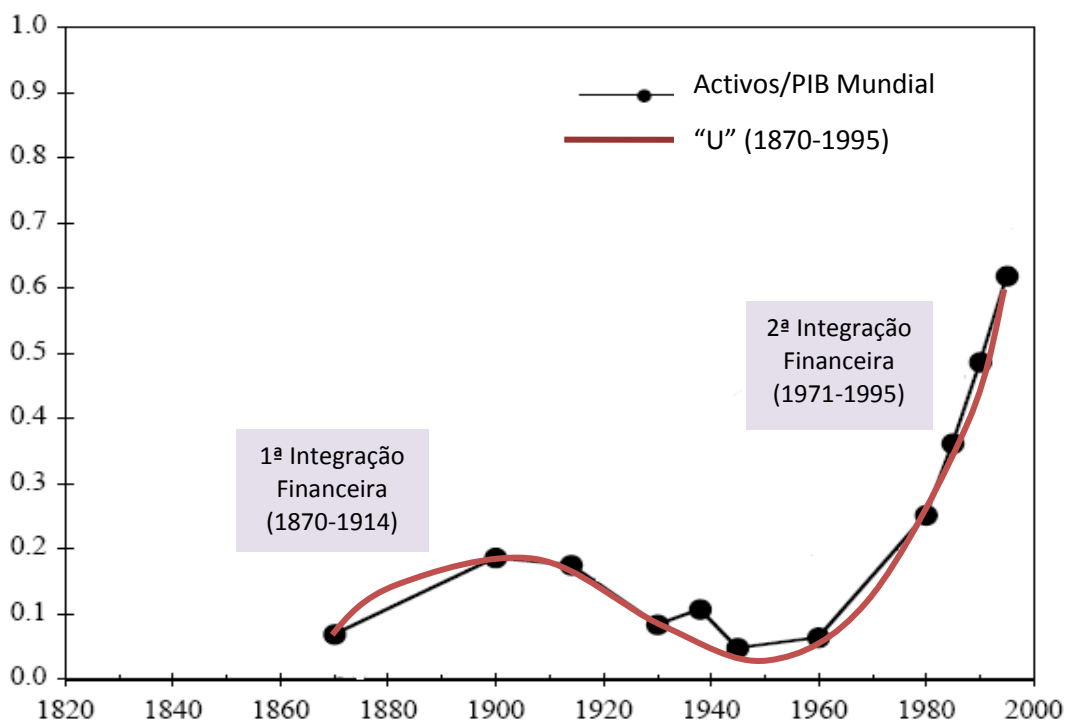
Os processos de integração financeira podem no entanto, apresentar diferentes graus de intensidade. Nesta secção apresenta-se dois padrões distintos dos graus de intensidade correspondentes à 1ª e à 2ª integração financeira: o padrão em forma de “U” (defendido por Obstfeld e Taylor, 2002) e o padrão em forma de “J” (defendido por Alexander Salles, 2007); com enfoque nos métodos e resultados empíricos que conduziram a cada um dos padrões e nos principais países que participaram em ambos os processos de integração financeira.

2.3.1 O Padrão em forma de “U”

Os investigadores, com o intuito de avaliar o grau de mobilidade do capital (de forma a concluir sobre o grau de integração financeira a nível internacional) recolheram dados quantitativos sobre os stocks de investimento estrangeiro, activos e passivos, (desde 1825 até 1995) do mundo e dividiram cada um dos valores recolhidos para cada ano, pelo PIB Mundial (dos anos 1825 até 1995). Os rácios obtidos são vistos como uma medida de estimação da mobilidade de capital estrangeiro numa dada economia ao longo do tempo.

Do lado dos activos, ou seja, dos investimentos dos países no exterior, em 1870 estima-se cerca de 7% de activos estrangeiros em relação ao PIB Mundial, subindo para aproximadamente 20% entre 1900-1914. Durante o período entre guerras, o rácio diminuiu para 8% em 1930, mantendo-se baixo até 1945. Em 1960 subiu para 6%, e em 1980 para 25%, aumentando drasticamente para 62% em 1995. Então, o rácio no lado dos activos estrangeiros durante os anos 1900-1914 (designadamente, 20%) foi semelhante ao de 1980 (nomeadamente, 25%). Verifica-se, assim, uma linha de tendência da evolução da mobilidade do capital (no lado dos activos estrangeiros) em forma de “U” desde 1870 até 1995 em que os dois extremos da curva apresentam o nível de mobilidade de capital mais elevado (designadamente durante a 1ª integração financeira para o primeiro extremo, em 1870-1914 e durante a 2ª integração financeira para o segundo extremo, em 1971-1995) e o centro apresenta o nível de mobilidade de capital mais baixo (designadamente no período entre guerras, entre 1914-1945 e no período em que vigorava o sistema *Bretton Woods*, entre 1945 e 1971). A figura 2 apresenta os resultados que foram obtidos por Obstfeld e Taylor (2002) e a linha de tendência em forma de “U” da evolução da mobilidade do capital, com enfoque na 1ª e 2ª integração financeira (do lados dos activos estrangeiros).

Figura 2 – Padrão em forma de “U” (Activos Estrangeiros/PIB Mundial)



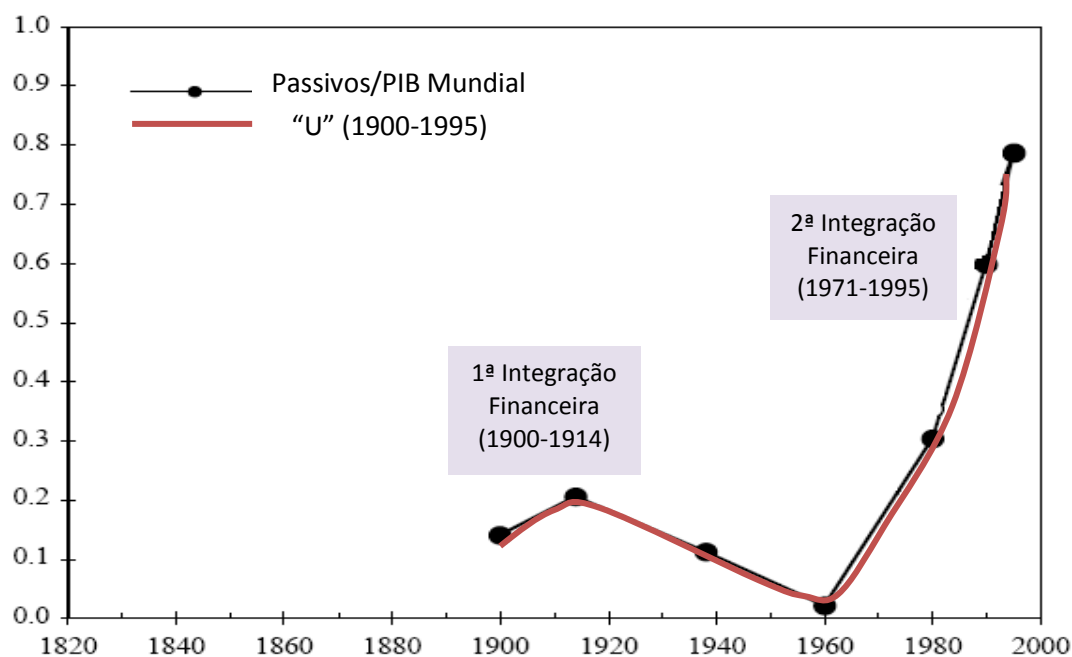
Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

Assim, de acordo com o padrão em forma de “U” (do lado dos activos), durante os anos anteriores à 1ª Guerra Mundial, os mercados financeiros a nível internacional encontravam-se bem integrados (1870-1914: elevada mobilidade do capital). Em seguida, com o decorrer das Grandes Guerras, o nível de integração decaiu (1914-1945: baixa mobilidade de capital) voltando a aumentar gradualmente com o “Sistema de *Bretton Woods*” (1945-1971: baixa mobilidade de capital, apesar de estar a aumentar gradualmente) até atingir, nas décadas de 1980 e 1990 níveis de integração comparáveis aos dos anos anteriores a 1914 (1971-1995: elevada mobilidade de capital). Segundo o padrão em forma de “U”, o grau de integração financeira (no mundo) durante a 1ª integração financeira internacional (1870-1914), é semelhante ao da 2ª integração financeira internacional (1971-1995) (nível de mobilidade de capital elevado em ambos os períodos: 1870-1914 e 1971-1995) (Obstfeld e Taylor, 2002).

No lado dos passivos, ou seja, dos investimentos do exterior nos países, tem-se um rácio de 14% em 1900, 21% em 1914, de 11% em 1938, de 2% em 1960, de 30% em 1980 e de 79% em 1995. Então, o rácio no lado dos passivos estrangeiros em 1914

(21%) foi semelhante ao de 1980 (30%). Verifica-se uma linha de tendência da evolução da mobilidade do capital em forma de “U” (entre 1900 e 1995) também no lado dos passivos estrangeiros, em que os dois extremos da curva apresentam o nível de mobilidade de capital mais elevado (designadamente durante a 1ª integração financeira para o primeiro extremo, em 1900-1914, e durante a 2ª integração financeira para o 2º extremo, em 1971-1995). Tal como no lado dos activos estrangeiros, o centro apresenta o nível de mobilidade de capital mais baixo designadamente durante o período entre guerras (1914-1945) e no período em que vigorava o sistema *Bretton Woods* (1945-1971). A figura 3 apresenta os resultados obtidos por Obstfeld e Taylor (2002) e a linha de tendência em forma de “U” da evolução da mobilidade do capital (no lado dos passivos estrangeiros), com enfoque na 1ª e 2ª integração financeira.

Figura 3 – Padrão em forma de “U” (Passivos Estrangeiros/PIB Mundial)



Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

De acordo com o padrão em forma de “U” (do lado dos passivos), durante os anos anteriores à 1ª Guerra Mundial, os mercados financeiros a nível internacional encontravam-se bem integrados (1900-1914: elevada mobilidade do capital). Em seguida, com o decorrer das Grandes Guerras, o nível de integração decaiu (1914-1945:

baixa mobilidade de capital) voltando a aumentar gradualmente com o “Sistema de *Bretton Woods*” (1945-1971: baixa mobilidade de capital, apesar de estar a aumentar gradualmente) até atingir, nas décadas de 1980 e 1990 níveis de integração comparáveis aos dos anos anteriores a 1914 (1971-1995: elevada mobilidade de capital). Assim, o padrão em forma de “U” verifica-se quando se analisa os passivos estrangeiros em relação ao PIB Mundial. De facto (tal como aconteceu nos activos estrangeiros), o grau de intensidade da 1ª integração financeira internacional (1900-1914) é comparável ao da 2ª integração financeira (1971-1995) (Obstfeld e Taylor, 2002).

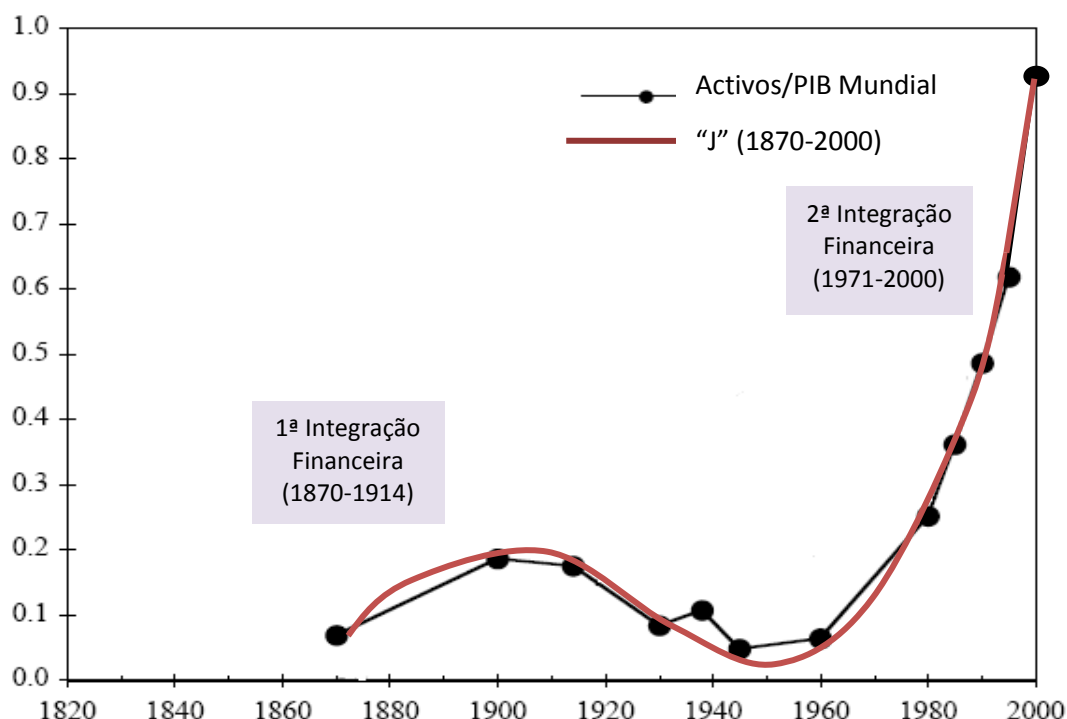
2.3.2 *O Padrão em forma de “J”*

Alexander Salles (2007) para aferir o grau de mobilidade do capital no mundo, (entre 1870 e 2000) utilizou o mesmo método quantitativo proposto por Obstfeld e Taylor (2002). No entanto, os dados que recolheu sobre os stocks de investimento estrangeiro (de activos e passivos) no mundo, compreenderam o período desde 1825 até 2000 (período superior em 15 anos ao do Obstfeld e Taylor, 2002, pois prolongou a análise até 2000).

Do lado dos activos, desde 1870 até 1995, a percentagem de investimento estrangeiro em proporção do PIB Mundial obtida por Salles (2007) foi semelhante à de Obstfeld e Taylor (2002). Assim, em 1870 obteve 7% do PIB Mundial, 19% em 1900 e 18% em 1914. Com o eclodir das guerras a percentagem baixou para 8% em 1930 e para 5% em 1945. Na década de 1960 atingiu 6% do PIB Mundial, crescendo gradualmente até aos 25% em 1980, 62% em 1995 e 92% em 2000. Salles (2007) afirma que a partir de meados dos anos 1980 até o final da década de 1990, o grau da mobilidade do capital foi historicamente sem precedentes. Ora, em 1990 cerca de metade da produção mundial foi investida em activos estrangeiros (nomeadamente, 49%), em apenas dez anos mais tarde, um número impressionante de 92% do PIB mundial foi investido no mesmo tipo de activos. Em comparação, esse montante era de apenas 19% em 1900. Verifica-se, assim, o padrão em forma de “U” desde 1870 até 1980 (dado que o valor do rácio em 1914 é semelhante ao de 1980, nomeadamente de 18% e de 25%) e o padrão em forma de “J” desde 1870 até 2000 (dado que, em 1985 atingiu o dobro do valor de 1914, designadamente 36%, e em 2000, foi

aproximadamente o quíntuplo, nomeadamente, 92%). A Figura 4 apresenta os resultados obtidos por Salles (2007) e a linha de tendência em forma de “J” da evolução da mobilidade do capital (no lado dos activos estrangeiros), com enfoque na 1ª e 2ª integração financeira.

Figura 4 – Padrão em forma de “J” (Activos Estrangeiros/PIB Mundial)



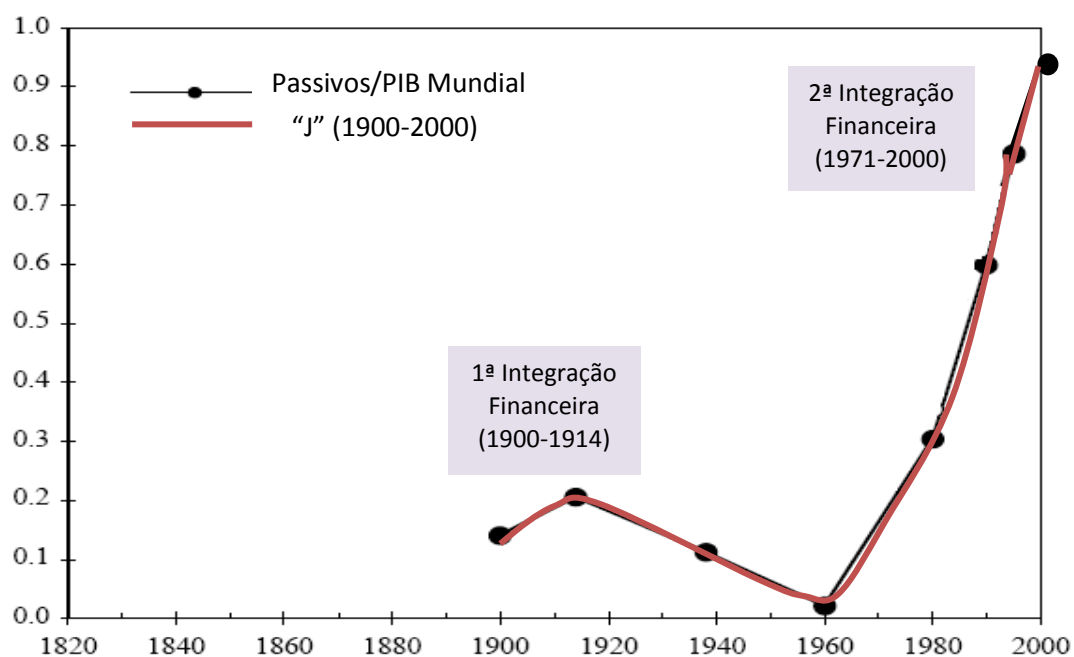
Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

Assim, o padrão em forma de “J” (no lado dos activos estrangeiros) descrito por Alexander Salles (2007) defende o seguinte: durante o período 1870-1914 os mercados financeiros encontravam-se globalmente integrados (1870-1914: elevada mobilidade de capital), com as duas guerras mundiais o nível de integração dos mercados diminuiu bastante (1914-1945: reduzida mobilidade de capital) vindo a recuperar gradualmente no pós-guerra, durante o sistema de *Bretton Woods* (1945-1971: reduzida mobilidade de capital apesar de estar a crescer de forma gradual), atingindo níveis comparáveis aos de 1914 em 1980 (1971-1980: elevada mobilidade de capital) e, durante as décadas de 1980 e de 1990 os mercados encontraram-se mais integrados do que nunca (1980-2000: mobilidade de capital muito elevada). Em contraste com a curva “U”, a curva “J”

defende que a 1ª integração financeira (1870-1914) apresenta um grau de intensidade semelhante ao da 2ª integração financeira no período 1971-1980 e inferior durante o período seguinte (designadamente a partir das décadas 1980 e 1990).

No lado dos passivos, tem-se um rácio de 14% em 1900, de 21% em 1914, de 11% em 1938, de 2% em 1960, de 30% em 1980, de 79% em 1995 e de 95% em 2000. Tal como nos activos, Salles (2007) afirma que desde 1980 até 2000, o grau de mobilidade do capital não teve precedentes (dado que em 1914 e em 1980 apresenta um rácio semelhante, nomeadamente de 21% e de 30%; e, a partir de 1980 o valor do rácio aumentou para níveis nunca vistos, nomeadamente para 79% em 1995 e 95% em 2000). Os dados demonstram uma linha de tendência da evolução da mobilidade do capital em forma de “U” para o período desde 1900 até 1980 (pelo facto do valor do rácio ser semelhante nos anos 1914 e 1980) e em forma de “J” para o período desde 1900 até 2000 (devido aos valores apresentados pelo rácio durante a década de noventa serem muito superiores aos dos anos anteriores). A Figura 5 apresenta os resultados obtidos por Obstfeld e Taylor (2002) e a linha de tendência em forma de “J” da evolução da mobilidade do capital (no lado dos passivos estrangeiros), com enfoque na 1ª e 2ª integração financeira.

Figura 5 – Padrão em forma de “J” (Passivos Estrangeiros/PIB Mundial)



Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

Em suma, o padrão em forma de “J” (no lado dos passivos estrangeiros) descrito por Alexander Salles (2007) defende que durante o período 1900-1914 os mercados financeiros encontravam-se globalmente integrados (1900-1914: elevada mobilidade de capital), com as duas guerras mundiais o nível de integração dos mercados diminuiu bastante (1914-1945: reduzida mobilidade de capital) vindo a recuperar gradualmente no pós-guerra, durante o sistema de *Bretton Woods* (1945-1971: reduzida mobilidade de capital apesar de estar a crescer de forma gradual), atingindo níveis comparáveis aos de 1914 em 1980 (1971-1980: elevada mobilidade de capital) e, durante as décadas de 1980 e de 1990 os mercados encontraram-se mais integrados do que nunca (1980-2000: mobilidade de capital muito elevada). Assim, (tal como foi dito para os activos estrangeiros) a evolução dos passivos estrangeiros (em relação ao PIB Mundial) assemelha-se com a curva “J”. Ao contrário da curva “U”, o grau da 1ª integração financeira (1900-1914) é comparável ao da 2ª integração financeira no período 1971-1980, sendo inferior durante o período seguinte (nomeadamente desde 1980 até 2000).

2.3.3 Países que se destacaram durante a 1ª e a 2ª Integração Financeira

No decorrer da 1ª integração financeira (1870-1914), a Inglaterra era considerada a “banqueira do mundo”. De facto, segundo os dados recolhidos por Obstfeld e Taylor (2002) os valores do rácio, Activos Estrangeiros do RU/ Total de Activos Estrangeiros, encontram-se sempre acima dos 50% para os anos 1870, 1900 e 1914 (de notar que em 1870, no seu pico, cerca de 65% dos activos estrangeiros no mundo eram oriundos da Inglaterra). Durante o 1º processo de integração financeira, os Estados Unidos eram um devedor em vez de uma nação credora (como a Inglaterra). Começou a emergir como um credor principal (e detentor de activos estrangeiros) apenas a partir de 1914, devido aos empréstimos concedidos à Europa durante a 1ª Guerra Mundial. Os EUA concederam o empréstimo numa altura em que a Europa não estava disposta a se assumir como “banqueira do mundo”, visto que a Inglaterra tinha abdicado da sua posição (devido às consequências da guerra) entrando num período de recuperação durante as décadas 1910 e 1920. Após o período entre guerras, em 1945, os Estados Unidos ultrapassaram definitivamente a Inglaterra como o maior detentor de activos estrangeiros. De facto, durante a 2ª integração financeira (1971-2000) os EUA detinham

(durante os anos 1980, 1985, 1990 e 1995) uma percentagem de activos estrangeiros superior à do Reino Unido (designadamente 28% em 1980, 29% em 1985, 21% em 1990, 22% em 1995 para os EUA; e 20% em 1980, 19% em 1985, 17% em 1990, 16% em 1995 para o Reino Unido). A figura 6 apresenta a evolução da percentagem de activos estrangeiros oriundos do Reino Unido e dos Estados Unidos em relação à quantidade total de activos estrangeiros no mundo desde 1825 até 1995.

Figura 6 – Percentagem de Activos Estrangeiros do Reino Unido e dos EUA em relação aos Activos Estrangeiros no Mundo



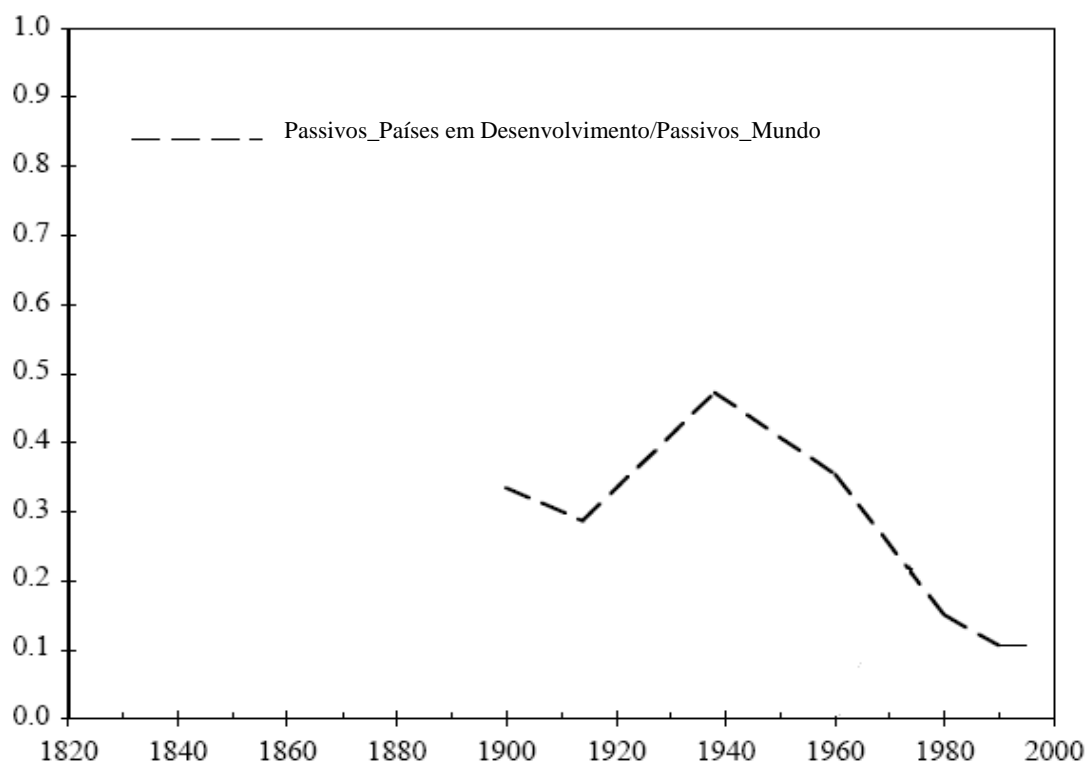
Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

Ora, como era de esperar, a curva que representa a evolução dos activos estrangeiros oriundos do Reino Unido (em relação aos activos totais existentes no Mundo) é superior à curva dos activos estrangeiros oriundos dos Estados Unidos da América (em relação aos activos totais existentes no mundo) até meados da década de 1940. A partir de 1945 (ano em que ambos os rácios apresentam valores semelhantes nomeadamente 40% para o Reino Unido e 43% para os EUA) a curva que representa a

percentagem de activos estrangeiros oriundos dos EUA (em relação aos activos totais existentes no mundo) apresenta valores acima da curva que representa a percentagem de activos estrangeiros oriundos do RU (em relação aos activos totais existentes no mundo).

Em 1900 (durante a 1ª integração financeira), os países menos desenvolvidos da Ásia, América Latina e África detinham 33% dos passivos estrangeiros (em relação ao mundo) e na década de 1990 (durante a 2ª integração financeira) detinham apenas 11%. De facto, o mercado global de capitais do século XIX centrado na Europa (especialmente em Londres) estendia a maior parte do seu crédito aos países menos desenvolvidos. Por outro lado na década de 1990, não se verificou o mesmo. De facto, observa-se na figura 7, uma percentagem de passivos estrangeiros (em relação ao mundo) para os países em desenvolvimento muito superior durante a 1ª integração financeira (1870-1900), quando comparada com a percentagem de passivos estrangeiros nos países em desenvolvimento (em relação ao mundo) durante a 2ª integração financeira (1971-2000). Tem-se, assim, 33% em 1900 e 29% em 1914, durante a 1ª integração financeira; e, 15% em 1980, 11% em 1990, 11% em 1995, durante a 2ª integração financeira (valores muito inferiores aos obtidos durante a 1ª integração financeira, respectivamente).

Figura 7 – Percentagem de Passivos Estrangeiros dos Países em Desenvolvimento em relação aos Passivos Estrangeiros no Mundo



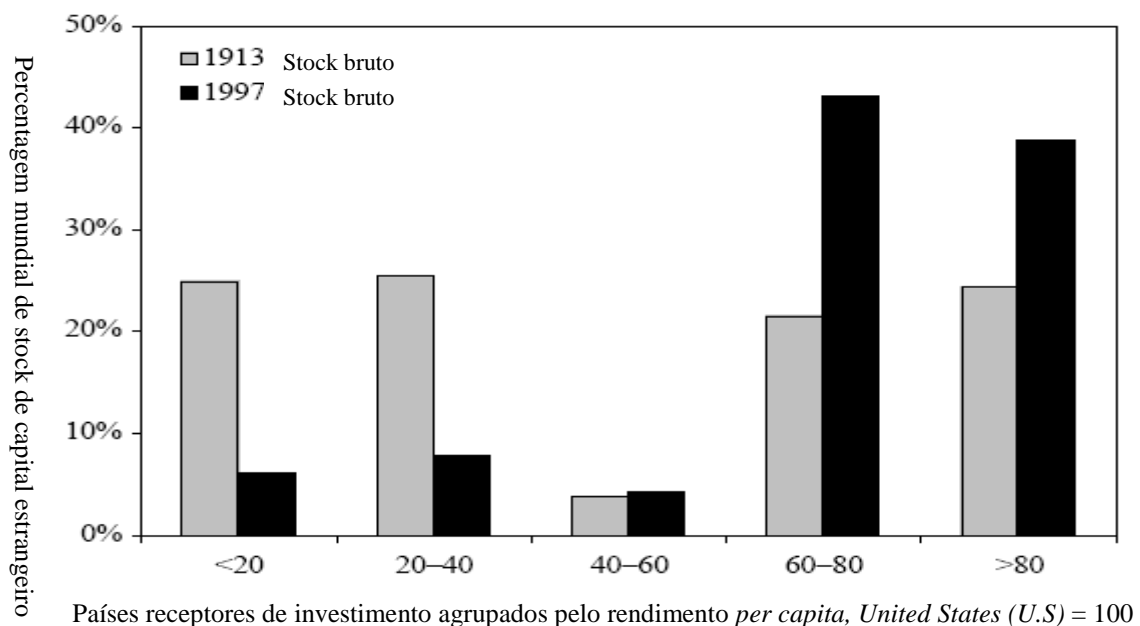
Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, “Globalizing and capital markets”, 2002.

Obstfeld e Taylor (2002) afirmam que existem várias causas possíveis para o decréscimo significativo da percentagem de passivos estrangeiros (em relação ao mundo) existentes nos países em desenvolvimento, da 1ª para a 2ª integração financeira. Uma delas relaciona-se com o facto de que a Grã-Bretanha (como poder imperial que era durante o século XIX) concedeu créditos aos países em desenvolvimento que se encontravam dentro da sua área de países onde poderia exercer direitos financeiros. No período entre as duas grandes guerras (1914-1945), a Grã-Bretanha deixou de deter um poder financeiro hegemónico e, nessa medida, registou-se uma diminuição dos fluxos de capital para os países em desenvolvimento. Outra causa prende-se com o facto de os países considerarem, em finais do século XIX (1ª integração financeira), o capital e a mão-de-obra como sendo bens substitutos. Ora, sendo os países ricos (ou desenvolvidos) abundantes em capital (e escassos em mão-de-obra) e os países pobres (ou em desenvolvimento) escassos em capital (e abundantes em mão-de-obra), em países onde os capitais se movem livremente, existirá um movimento de capital dos

países ricos para os países pobres. De facto, enquanto os países ricos exportavam o capital (e importavam a mão-de-obra), os países pobres importavam o capital (e exportavam a mão-de-obra), o que contribuiu para uma redução do rácio capital/mão-de-obra nos países ricos e um aumento do rácio capital/mão-de-obra nos países pobres. Estes movimentos de capitais (e de mão-de-obra) dos ricos para os pobres (e vice-versa) terminam quando o rácio entre os países for igual. Nesta situação, os preços de ambos os bens (capital e mão-de-obra) são iguais e a diferença de rendimento *per capita* entre os países ricos e pobres é menor (o que significa que os países encontram-se integrados a nível financeiro). Por sua vez, na década de 1990 (2ª integração financeira), as medidas impostas pelos países pobres (designadamente, políticas nacionais que distorcem os preços, especialmente os dos bens de investimento) e os controlos de capital que foram implementados, desencorajaram os países ricos a investir nos países pobres, o que fez reduzir o capital estrangeiro nos países pobres (em desenvolvimento) e aumentar nos países ricos (desenvolvidos).

A Figura 8 indica a percentagem mundial de stock de capital estrangeiro presente nos países (agrupados conforme o seu rendimento *per capita*) em 1913 (1ª integração financeira) e em 1997 (2ª integração financeira).

Figura 8 – Stock de capital estrangeiro presente nos Países Ricos e nos Países Pobres (1913 versus 1997)



Fonte: figura realizada a partir de Obstfeld e Taylor, "Globalizing and capital markets", 2002.

De facto, em 1913 (1ª integração financeira) os países pobres (com rendimento *per capita* abaixo dos 40%, relativamente a U.S) apresentaram uma percentagem mundial de capital estrangeiro superior (em cerca de 20%) em relação ao ano 1997 (2ª integração financeira). Por outro lado, em 1997, a percentagem de capital estrangeiro nos países ricos (rendimento *per capita* acima dos 60%, relativamente a U.S) foi superior (em cerca de 25%), quando comparada com a percentagem atingida em 1913.

2.4 Portugal no contexto da Integração Financeira Internacional

Esta secção tem como principal objectivo enquadrar Portugal no tema da integração financeira internacional. Para tal, analisa-se Portugal no contexto 1ª integração financeira com enfoque na quantidade e tipo de capital estrangeiro oriundo de vários países, particularmente da Inglaterra (durante a segunda metade do século XIX). Em seguida, apresenta-se o processo de liberalização do sistema financeiro português, em particular, a eliminação gradual dos controlos à livre circulação de capital (que ocorreu desde o período pós-guerra). Por fim, insere-se Portugal no contexto 2ª integração financeira (em finais do século XX) e sublinha-se o facto das reformas conducentes à integração de Portugal na área *euro* terem contribuído para o aumento significativo do grau de integração financeira portuguesa. Nesse sentido, analisa-se o 2º processo de integração financeira em Portugal através de duas dimensões (preços e quantidades).

2.4.1 Portugal no contexto da 1ª Integração Financeira

As análises internacionais que focam a mobilidade de capital entre os países (durante a segunda metade do século XIX) ignoram Portugal como país receptor de capital estrangeiro. No entanto, segundo historiadores portugueses (no período anterior a 1914), Portugal era um país anfitrião de poupanças e negócios europeus (Lains, 1992; Mata, 2008; Reis, 1991). De facto, pelos dados disponíveis nas sociedades por acções estrangeiras, o fluxo de investimento estrangeiro para Portugal na segunda metade do século XIX não pode ser negligenciado. Na época em que os movimentos de capital estrangeiro dominavam as relações económicas internacionais, Portugal (sendo um país

da periferia da Europa) recebia capital oriundo dos mercados financeiros europeus (por ter condições favoráveis ao rápido crescimento económico).

Em meados do século XIX, Portugal iniciou um período de crescimento económico que se prolongou por quatro décadas (desde 1850 até 1880) e que permitiu aproximar-se dos líderes do crescimento mundial. Este crescimento económico português deve-se, sobretudo, às reformas institucionais (que foram implementadas em meados da década de 1830) e às obras públicas que foram estabelecidas (a partir da década de 1850) com o propósito de modernizar a economia portuguesa¹. A construção dos caminhos-de-ferro foi o investimento público mais importante do programa de obras públicas. O montante total de capital investido nos títulos ferroviários entre a década de 1850 e de 1880 totalizou cerca de £23,5 milhões (cerca de 106 mil contos²), dos quais £10,6 milhões³ (cerca de 48 mil contos) eram de empresas públicas e £12,9 milhões³ (cerca de 58 mil contos) de investimentos privados (Mata, 2008).

O programa de obras públicas foi dispendioso, elevada parcela do seu financiamento proveio de subsídios governamentais e de investimento governamental directo (como por exemplo, a compra de empresas falidas). Para fazer face aos gastos públicos, o governo português recorreu massivamente a empréstimos no estrangeiro. No entanto, os enormes encargos da dívida pública provocaram saldos negativos sistemáticos e o desequilíbrio nas contas públicas correntes. A dívida pública portuguesa nos mercados estrangeiros (entre 1851 e 1891) totalizou £89 milhões. No entanto, entraram apenas cerca de £41 milhões⁴ devido à reduzida valorização que os títulos tinham nos mercados financeiros internacionais (Mata, 2008).

¹Portugal teve uma Revolução Liberal em 1820 implementando-se a partir daí reformas institucionais consubstanciadas na Constituição de 1833. Por outro lado, a partir de 1851, e no período designado por “Regeneração” desenvolveram-se um conjunto de *melhoramentos materiais* que se traduziram na construção de redes de caminhos-de-ferro, estradas, portos, entre outras obras públicas.

²De acordo com as Estatísticas Históricas do INE (Valério, 2001), desde o segundo semestre de 1854 até ao primeiro semestre de 1891, as taxas de câmbio da unidade monetária portuguesa flutuaram entre os pontos de entrada e de saída do ouro, isto é, em torno do par, que era então de 4.500 réis por libra esterlina.

³Corresponde a 51,22 milhões de escudos (empresas públicas) e 62,33 milhões de escudos (investimentos privados), dado que a taxa de câmbio da libra esterlina (escudos/£) desde o segundo semestre de 1854 até ao primeiro semestre de 1891 era de 4,832 escudos por libra esterlina, de acordo com as Estatísticas Históricas do INE (Valério, 2001). Estes valores representam 0,013% (empresas públicas) e 0,015% (investimentos privados) do PIB português (em 1880), de acordo com o valor do PIB de Portugal para 1880 (406 mil milhões a escudos correntes) publicado por Nuno Valério (2008) no WP nº 34: “Avaliação do Produto Interno Bruto de Portugal”.

⁴Corresponde a 198,11 milhões de escudos dado que a taxa de câmbio da libra esterlina (escudos/£) no primeiro semestre de 1891 era de 4,832 escudos por libra esterlina (Valério, 2001). O valor representa 0,040% do PIB português (em 1891), de acordo com o PIB para Portugal em 1891 (497 mil milhões a escudos correntes) publicado por Nuno Valério (2008).

Apesar deste enquadramento externo favorável aos movimentos de capital à escala internacional (durante a segunda metade do século XIX), a crise financeira de 1891-1892 fez reduzir significativamente o investimento externo de portefólio dirigido para a aquisição de títulos de dívida pública portuguesa. A crise resultou do desequilíbrio estrutural dos pagamentos externos (provocado pela redução das remessas dos emigrantes, que permitiam saldar as contas externas) e do desequilíbrio estrutural das contas públicas (devido à crescente dívida pública imposta às deficitárias finanças do Estado). Com isto, Portugal abandonou o sistema monetário do padrão-ouro em 1891 e foi declarada bancarrota parcial.

Como tal, o governo português deixou de poder recorrer aos mercados internacionais (devido às reclamações feitas pelos detentores de dívida pública externa por falta de pagamento). Entre a crise de 1891 e a Primeira Guerra Mundial (1891-1914), Portugal viveu uma época de estagnação económica em que as relações com o exterior baseavam-se nos grandes volumes de remessas de emigrantes e nos movimentos privados de capitais. Os empréstimos no estrangeiro por parte do Estado eram inexistentes (ao contrário do período compreendido entre a década de 1830 e a de 1890) (Mata e Valério, 2003).

Então, a crise de 1891 pôs fim ao primeiro período de crescimento da economia portuguesa (1851-1891) e deu início a um período de estagnação (1891-1914). Em 1891, em vez da economia portuguesa acompanhar a tendência ascendente da economia internacional (marcada por um panorama de intensificação das relações económicas internacionais), aumentou o seu nível de atraso em relação ao mundo (o que provocou um recuo da sua integração a nível internacional).

2.4.2 Portugal no contexto da 2ª Integração Financeira

Pelo menos até ao período do pós-guerra, no momento em que se deu o colapso do sistema de *Bretton Woods* em 1973, e até meados da década de oitenta existiam, em Portugal, fortes restrições ao investimento de carteira e aos fluxos de capital de curto prazo com o exterior. Os bancos encontravam-se limitados quantitativamente à alocação dos recursos de que dispunham e à fixação de preços. Mais, o sistema bancário encontrava-se segmentado em função das actividades permitidas em termos legais,

destaca-se os privilégios de alguns bancos no mercado hipotecário, no financiamento de empresas ou ainda na captação de poupanças junto ao público (Banco de Portugal, 2009). Quando Portugal integrou a Comunidade Económica Europeia (CEE), em 1 de Janeiro de 1986, o sector financeiro nacional era regulado quase exclusivamente pelo Banco de Portugal, que definia actividades desde a quantidade de crédito a conceder até a taxa de juro dos diversos produtos bancários.

Anos antes, em 1983, Portugal iniciou uma pequena liberalização que culminou no surgimento dos primeiros bancos privados designadamente, o Banco Português de Investimento (BPI), o Banco Comercial Português (BCP) e o Banco de Comércio e Indústria (BCI) em 1985, o Banco Internacional de Crédito (BIC) em 1986; e outros bancos estrangeiros que criaram sucursais em Portugal como o Banco *Manufacturers Hannover Trust*, o *Chase Manhattan Bank*, o *Barclays Bank*, o *Banque Nationale* e o *Générale Bank*). A adesão à CEE e a perspectiva da criação do Mercado Único aceleraram a liberalização do sector financeiro e a alteração da estrutura das instituições bancárias, sendo a principal transformação do sector a sua privatização quase integral (à excepção da Caixa Geral de Depósitos). Entretanto, na segunda metade da década de oitenta surgiram novos produtos financeiros (como por exemplo, *leasing*, *factoring*, fundos de investimento, capital de risco) que fez aproximar Portugal do sistema que já era corrente nos restantes países que integravam a CEE. Entre 1986 e 1992, os controlos à circulação de capital foram sendo retirados de forma gradual, o que contribuiu para fortes entradas de capital. Na época, existia um consenso de que para haver a liberalização plena da actividade do sector financeiro português, era necessário existir um compromisso credível que conduzisse à consolidação das finanças públicas e ao financiamento monetário do sector público, em particular. De outra maneira, os bancos estariam a financiar (directa e/ou indirectamente) o sector público e a transmitir o imposto implícito para o sector privado. Ou ainda, o financiamento monetário dos défices públicos pressionariam a procura interna a acrescentar aos que se encontravam associados às entradas de capitais oriundas do exterior. Em 1986, os movimentos de capitais com o exterior foram progressivamente liberalizados (incluindo o investimento directo estrangeiro e a aquisição de títulos cotados nas bolsas nacionais) e emitidos por residentes. Em relação às saídas de capital para o exterior, em 1989, o investimento de carteira por parte dos residentes foi liberalizado. No seguimento do processo de

liberalização financeira iniciado na década de 1980, a segunda metade dos anos 1990 foi um período vocacionado para as reformas conducentes à participação de Portugal na área do *euro* (Banco de Portugal, 2009).

A integração financeira da economia portuguesa só se deu após as principais alterações institucionais de adesão ao *euro* estarem concluídas (Banco de Portugal, 2009). O grau de integração financeira pode ser explicado por duas dimensões: preços e quantidades dos activos. Por um lado, os preços dos activos com riscos e rendibilidades semelhantes tendem a convergir entre as economias integradas financeiramente. Por outro lado, a estrutura de carteira dos agentes económicos dessas economias é semelhante entre si. Em relação à dimensão ‘preço da integração financeira’ de Portugal, no contexto europeu, um dos indicadores foi a convergência das taxas de juro nas principais economias. Com isto, as taxas de juros presentes na economia portuguesa passaram a ter valores mais baixos e a ser mais voláteis (elemento imprescindível na constituição do mercado único de serviços financeiros). Outro aspecto importante na integração financeira portuguesa é o desvio padrão calculado entre as *yields* das obrigações do tesouro a longo prazo de diversos países exibir uma diminuição significativa para valores reduzidos (na segunda metade dos anos 1990, a partir do início da União Monetária). Com referência à dimensão ‘quantidade da integração financeira’, a proporção da dívida pública detida por não-residentes aumentou significativamente. No contexto europeu, durante a década de 1990, registou-se uma evolução positiva dos activos e passivos da economia portuguesa face ao sector financeiro não residente (o que fez aumentar o grau de integração financeira de Portugal). Os activos externos detidos por instituições monetárias permaneceram estáveis. No entanto, os passivos externos do sector aumentaram fortemente (crescendo o endividamento bruto do sector privado não financeiro) (Banco de Portugal, 2009).

3. METODOLOGIA E DADOS

Neste capítulo descreve-se a metodologia utilizada no estudo empírico, os dados recolhidos e respectivas fontes. A metodologia aplicada é de dois tipos: uma para os activos estrangeiros e outra para os passivos estrangeiros. Sendo que cada um dos métodos funciona como um indicador da evolução da mobilidade do capital (e, por conseguinte, do grau de integração financeira de Portugal). Em relação aos dados, as características são diferentes para os vários anos (uma vez que para o século XIX existe uma forte carência dos dados disponíveis, quando comparados com os do século XX).

3.1 Metodologia

Com o intuito de avaliar a mobilidade do capital em Portugal, desde 1870 até 2000, aplicou-se uma metodologia semelhante à desenvolvida por Alan M. Taylor e Maurice Obstfeld (2002), apresentada no artigo “*Globalization and Capital Markets*”. Primeiro, recolheram-se dados (desde 1870 até 2000) sobre o stock total bruto de activos estrangeiros, de passivos estrangeiros e do PIB para Portugal e para o mundo (dado que o mundo é o somatório de diversos países que possuem valores disponíveis sobre os activos e passivos estrangeiros). Por fim, dividindo os valores dos activos e passivos estrangeiros pelo PIB do país correspondente, obtêm-se dois rácios capazes de avaliar as variações na mobilidade do capital de um país (i) ao longo do tempo (t).

Formalmente,

$$(1) \quad \frac{\text{activos estrangeiros}_{it}}{\text{PIB}_{it}},$$

$$(2) \quad \frac{\text{passivos estrangeiros}_{it}}{\text{PIB}_{it}},$$

em que: (i) corresponde ao país (Portugal ou mundo);

(t) corresponde ao ano (desde 1870 até 2000).

Um rácio elevado significa que existe elevada mobilidade do capital, e que o país se encontra integrado financeiramente. Por outro lado, um rácio de valor reduzido significa que o país detém pouca mobilidade do capital e que não se encontra integrado a nível financeiro.

3.2 *Dados*

A construção da base de dados envolve uma extracção de valores para os diversos países, desde 1870 até 2000. A escolha deste intervalo temporal justifica-se pela necessidade de integrar no estudo empírico 4 períodos: a 1ª integração financeira internacional (1870-1914), o período entre-guerras (1914-1945), o Sistema de *Bretton Woods* (1945-1971) e a 2ª integração financeira internacional (1971-2000). De facto, com um período de observação alargado torna-se mais fácil comparar o grau de integração financeira de Portugal em ambos os processos de integração financeira internacional (desde 1870 até 1914, para o primeiro, e desde 1980 até 2000, para o segundo).

Nesta secção, primeiro, caracteriza-se os dados dos anos anteriores à 2ª integração financeira internacional (desde 1870 até 1971); e, em seguida, os dados do período que compreende a 2ª integração financeira internacional (desde 1980 até 2000). Esta divisão na apresentação é realizada uma vez que as suas características (e respectivas fontes) diferem em ambos os períodos, atendendo ao restrito número de referências bibliográficas e electrónicas disponíveis sobre os activos e passivos estrangeiros dos países para os anos anteriores à 1ª integração financeira internacional.

3.2.1 *Dados para avaliar o grau de Integração Financeira de Portugal durante a 1ª Integração Financeira Internacional (1870-1914)*

Para os anos desde 1870 até 1971, os valores dos activos e passivos estrangeiros do mundo foram retirados do livro de Woodruff (1967), intitulado, “*Impact of Western Man: A study of Europe’s Role in the World Economy 1750-1960*”. Cada uma das rubricas é o somatório de vários tipos de investimento estrangeiro de longo-prazo, designadamente, investimento de carteira e investimento directo estrangeiro (sendo que o de carteira foi avaliado ao seu valor nominal, no caso dos títulos públicos, ou ao seu

valor de mercado no caso de outros tipos de investimento; por outro lado, o investimento directo estrangeiro foi avaliado ao seu valor contabilístico). Considera-se investimento directo estrangeiro, aquele que é realizado em empresas privadas de outro país, e investimento de carteira aquele que consiste na detenção de diversos títulos estrangeiros que não envolvam controlo por parte do investidor. Os dados de Portugal, sobre os activos e passivos estrangeiros (desde 1870 até 1914), carecem de disponibilidade de informação estatística no entanto, tenta-se calculá-los⁵.

Embora sem a existência de dados quantitativos sobre os activos estrangeiros de Portugal (desde 1870 até 1914) estima-se, através de uma análise qualitativa, que o montante total de investimento de Portugal no estrangeiro foi insignificante e de valor aproximadamente zero. O'Rourke e Williamson (1999) analisaram as causas e consequências dos fluxos de capital a nível internacional nalguns países referindo, também, Portugal. Os investigadores afirmam que os países em desenvolvimento (como é o caso de Portugal em 1914) não tinham capacidade de investir no exterior por serem escassos em capital importando, assim, o bem dos países desenvolvidos (que eram abundantes em capital), em troca da sua mão-de-obra barata. É de salientar no entanto que Portugal, por ser um país situado na periferia da Europa, não dispunha de mão-de-obra barata (dada a não produtividade dos seus trabalhadores), o que impediu os países desenvolvidos de investirem em Portugal. De facto, segundo Vítor Corado Simões (1999-2000), desde 1875 até 1925 os portugueses emigravam para os países americanos à procura de uma melhor qualidade de vida ou, então, investiam nas colónias (principalmente na agricultura e na exploração mineira), sendo o investimento feito no estrangeiro mínimo. O investigador afirma que, as primeiras tentativas de investimento feito no exterior ocorreram durante as décadas de 1960 e de 1970 e que, para tal, contribuíram três marcos importantes: o envolvimento de Portugal na criação da EFTA, a eclosão da Guerra em África e o início do processo migratório para a Europa.

⁵ Apesar de se estimar o montante total dos activos e passivos estrangeiros de Portugal (em finais do século XIX), é necessário frisar o facto de que os trabalhos sobre estimação de investimento estrangeiro num dado país (em perspectiva histórica) poderem conter erros substanciais.

Na sequência da integração aduaneira na EFTA, sucederam-se acontecimentos que foram fulcrais à abertura de Portugal ao exterior: a assinatura do código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE, o abrandamento dos controlos cambiais, e uma nova legislação da entrada de capitais estrangeiros (que veio substituir a “Lei de Nacionalização dos Capitais”. Joaquim Ramos Silva (2006) afirma que, no período anterior a 1985 o montante de Portugal investido no exterior foi reduzido, dado que a maior parte das empresas estavam concentradas no mercado interno (não havendo condições políticas, nem de estratégia económica, favoráveis ao investimento directo de Portugal no exterior). Vivia-se um clima de grande incerteza cambial em que as empresas ao investir no exterior corriam um elevado risco cambial optando, por isso, por não investir.

Em relação aos passivos estrangeiros de Portugal, recolheram-se dados sobre a dívida pública portuguesa e sobre o investimento estrangeiro privado feito em Portugal (durante a segunda metade do século XIX). Entre 1851 e 1914, os fundos postos à disposição do estado português através da emissão da dívida pública externa totalizaram cerca de £40,769 milhões⁶ (Mata, 2008). Cramon (1907), tendo em conta o capital subscrito em acções de sociedades anónimas de responsabilidade limitada (excepto as acções das sociedades dos caminhos-de-ferro) concluiu que o território continental português recebeu um investimento britânico acumulado de cerca de £6,5 milhões⁷ (até 1914). George Paish (1909 e 1911), por sua vez, estimou um investimento britânico anual médio em Portugal, desde 1897 até 1910, (em títulos portugueses de cariz heterogéneo, designadamente, títulos financeiros e de propriedade) na ordem dos £100 mil (o que perfaz um total acumulado, desde 1897 até 1910, de £1,4 milhões⁸).

⁶Corresponde a 230,87 milhões de escudos correntes (dado que, em 1914, a taxa de câmbio da moeda portuguesa era de 5,663 escudos por libra esterlina; Valério, 2001) representando 0,032% do PIB português (dado que, em 1914, o PIB de Portugal era 711 mil milhões de escudos correntes por Valério, 2008).

⁷Valor que representa 0,0052% do PIB português, em 1914 (dado que corresponde a 36,81 milhões de escudos correntes e o PIB de Portugal era 711 mil milhões de escudos correntes).

⁸São 7,93 milhões de escudos correntes o que representam 0,0011% do PIB português, em 1914.

Maria Eugénia Mata (2008) afirma que, se a estes valores se adicionar o investimento estrangeiro britânico feito em caminhos-de-ferro, no montante de £12,9 milhões⁹, e o investimento proveniente das companhias não britânicas pelo montante de £7,9 milhões¹⁰ (£6,5 mais £1,4; assumindo que 52% das companhias estrangeiras autorizadas a operar em Portugal eram oriundas de países que não o Reino Unido e o valor médio investido por cada empresa estrangeira não varia conforme o país de onde provém o investimento), é possível sugerir um montante total acumulado de investimento estrangeiro em Portugal até 1914 de, aproximadamente, £70 milhões¹¹ (£40,769 + £12,9 + £7,9 + £7,9 = £69,469).

Aproxima-se o valor total acumulado de forma ascendente (£70 milhões) de maneira a incluir o capital próprio das *free-standing companies*¹². De facto, Mark Casson (1998) defende que o total acumulado deverá ser revisto de maneira a incluir o capital próprio das *free-standing companies* pois (normalmente) são empresas com uma vida de curto prazo, que precisam de capital para se tornarem lucráveis (sendo que o capital investido é visto como investimento directo estrangeiro).

Então, para os passivos estrangeiros de Portugal em 1914 (período da 1ª integração financeira), utilizou-se o valor de £70 milhões, que corresponde a 396,41 milhões de escudos correntes (dado a taxa de câmbio, em 1914, ser de 5,663 escudos por libra esterlina), o que representa 0,056% do PIB português (visto o PIB de Portugal, em 1914, ser de 711 mil milhões de escudos correntes).

Outra variável imprescindível ao estudo empírico é o PIB de cada país. Desde 1870 até 1971, o PIB de cada um dos países (excepto para Portugal) foi retirado do artigo “*Globalization and Capital Markets*” de Obstfeld e Taylor, 2002. Os autores converteram os valores do PIB estimados por Maddison (1995), a dólares constantes de 1990, em dólares correntes. Para o PIB de Portugal utilizou-se os valores estimados a escudos correntes, por Nuno Valério (2008), publicados no *Working Paper*, “Avaliação do Produto Interno Bruto de Portugal”.

⁹Corresponde a 0,010% do PIB português, em 1914 (dado significarem 73,05 milhões de escudos correntes)

¹⁰Corresponde a 0,0063% do PIB português, em 1914 (dado que são 44,74 milhões de escudos correntes).

¹¹Significam 396,41 milhões de escudos correntes, o que corresponde a 0,056% do PIB de Portugal (em 1914).

¹²São empresas que possuem a sua sede num país estrangeiro, cujas operações são realizadas noutros países. As *free-standing companies* vieram para Portugal operar em transportes urbanos/suburbanos e na construção das linhas ferroviárias, durante a 2ª metade do século XIX.

3.2.2 Dados para avaliar o grau de Integração Financeira de Portugal durante a 2ª Integração Financeira Internacional (1980-2000)

Para os anos desde 1980 até 2000, recolheu-se os dados sobre os activos e passivos estrangeiros (dos países, excepto, de Portugal) do *International Financial Statistics (IFS), Yearbook* (2002), das rubricas *International Investment Position: assets* (activos estrangeiros) e *International Investment Position: liabilities* (passivos estrangeiros). Ambas as variáveis são o somatório de diversos tipos de investimento estrangeiro, tais como, investimento directo estrangeiro, investimento de carteira (capital próprio ou dívida), derivados financeiros, reservas ou, ainda, por outro tipo de investimento (como por exemplo, os bancos, as autoridades monetárias e outros sectores).

Em relação a Portugal, desde 1980 até 1993, retirou-se os valores sobre os activos e passivos estrangeiros do *website* da *United Nations Conference of Trade and Development (UNCTAD), Handbook of Statistics*, das rubricas *Capital and financial account: assets* e *Capital and financial account: liabilities*. Cada uma das rubricas é composta por três tipos de investimento estrangeiro: investimento de carteira, investimento directo estrangeiro e outro tipo de investimento (cuja sua composição não se encontra especificada na fonte). A partir de 1993 até 2000, utilizou-se os dados do *International Financial Statistics, Yearbook* (2002) (sendo que, para Portugal, encontram-se disponíveis só a partir de 1993).

Por fim, desde 1980 até 2000, o PIB de cada país foi recolhido do *website* do Banco Mundial. É de salientar que os valores foram convertidos em dólares correntes americanos, através das taxas de câmbio oficiais de cada um dos países em cada ano.

4. RESULTADOS EMPÍRICOS

A análise empírica desta dissertação pretende medir o grau de integração financeira de Portugal durante a 1ª integração financeira internacional (1870-1914) e durante a 2ª integração financeira internacional (1980-2000). Para tal, compara-se a evolução histórica dos rácios ($\text{activos estrangeiros}_{it}/\text{PIB}_{it}$ e $\text{passivos estrangeiros}_{it}/\text{PIB}_{it}$) de Portugal com os do mundo. Questiona-se: Será que o comportamento dos rácios demonstra a participação de Portugal em ambos os processos de integração financeira internacional? Uma vez que Portugal participou nos dois processos de integração financeira internacional, detecta-se um grau semelhante de integração em ambos? Por fim, analisa-se o grau de integração de Portugal em finais dos séculos XIX e XX no âmbito do tema países em desenvolvimento versus países desenvolvidos.

4.1 Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870-1914) e XX (1980-2000), pelos Activos Estrangeiros

Pela Tabela II (Linha nº17) verifica-se que, a quantidade do PIB Mundial que foi investida em activos estrangeiros subiu de 7,2% (1870) para 17,5% (1914). Por sua vez no período entre-guerras (1914-1945) caiu, atingindo o nível mais baixo de sempre em 1945 (4,9%). O rácio voltou a subir na década de 1980 (31,9%), sendo comparável ao da década de 1900 (18,6%). Então, verifica-se a forma – U (obtida por Obstfeld e Taylor, 2002) desde 1900 até 1980. De facto, no Gráfico 1 (Total de Act. Est./PIB Mundial), tem-se uma curva ascendente desde 1870 até 1914, seguindo-se um colapso durante as duas guerras mundiais. A partir de 1945 tem-se um aumento gradual do rácio (sendo que na década de 1980 o valor aproxima-se ao da década de 1900).

A partir da década de 1980 até o ano 2000 o rácio, Total de Act. Est./PIB Mundial, apresentou valores muito superiores aos 18,6% atingidos no ano 1900. Em 1985 a quantidade de activos estrangeiros investidos em todo o Mundo (63,8%), foi mais do que o triplo da quantidade verificada em 1900. Em 1990 o rácio era de 76,3%, em 1995 de 53,3% e, por fim, em 2000 passou a ser mais do quádruplo do que se verificou em 1900 (78,9%). Considera-se, assim, o crescimento exponencial presenciado no final do

TABELA II – Activos Estrangeiros (1870-2000)

	1ª Integração Financeira (1870-1914)				Período Entre – Guerras (1914-1945)		Bretton Woods (1945-1971)	2ª Integração Financeira (1971 – 2000)				
Ano	1870	1885	1900	1914	1930	1945	1960	1980	1985	1990	1995	2000
Reino Unido(1)	4,9a	7,8a	12,1a	19,5a	18,2a	14,2a	26,4 ^a	551f	858f	1.738f	2.391f	4.449f
França(2)	2,5a	3,3a	5,2a	8,6a	3,5a	n.d	n.d	n.d	n.d	7.363f	1.365f	2.407f
Alemanha(3)	n.d	1,9a	4,8a	6,7a	1,1a	n.d	1,2 ^a	257f	342f	1.087f	1.664f	2.530f
Holanda(4)	0,5a	1,0a	1,1a	1,2a	2,3a	3,7a	n.d	59f	178f	428f	651f	1.142f
Estados Unidos(5)	0,1a	0,4a	0,5a	2,5a	14,7a	15,3a	63,6 ^a	755f	1.303f	2.294f	3.874f	7.190f
Canadá(6)	n.d	n.d	0,1a	0,2a	1,3a	2,0a	5,9 ^a	92f	130f	227f	325f	519f
Japão(7)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	1.597f	4.373f	1.858f	2.633f	3.012f
Espanha(8)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	43f	134f	270f	558f
Portugal(9)	0b	0b	0b	0b	n.d	n.d	n.d	0,27g	0,41g	2,61g	60f	140f
Outros (Europa)(10)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	198f	700f	1.592f	2.606f	3.462f
Tamanho da amostra(11)	4c	7c	7c	7c	7c	7c	7c	10c	14c	15c	16c	15c
Total de Activos Estrangeiros (12)=Total Activos Estr. da amostra de países(11)	8,0	14,4	23,8	38,7	41,1	35,2	97,1	3.509	7.926	16.720	15.838	25.410
PIB Mundial(13)	111d	120d	128d	221d	491d	722d	1.942d	10.988h	12.432h	21.905h	29.692h	32.209h
PIB Amostra(14)	16,0d	29,5d	43,0d	76,0d	149,0d	273,0d	671,0d	6.409h	8.303h	16.423h	22.127h	23.147h
PIB Portugal(15)	324e	441e	639e	711e	n.d	n.d	n.d	32h	27h	78h	116h	117h
Total de Act. Est./PIB Amostra (16)=(12)/(14)	0,500	0,488	0,553	0,509	0,276	0,129	0,145	0,548	0,955	1,018	0,716	1,098
Total de Act. Est./PIB Mundial (17)=(12)/(13)	0,072	0,121	0,186	0,175	0,084	0,049	0,050	0,319	0,638	0,763	0,533	0,789
T. Act. Est. Portugal/PIB Portugal (18)=(9)/(15)	0	0	0	0	n.d	n.d	n.d	0,01	0,02	0,03	0,515	1,199

Notas e Fontes da Tabela II:

A sigla “n.d” refere-se a dados “não disponíveis”.

a – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do Woodruff (1967, pág. 150, tabela IV/ I).

b – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, estimado na secção 3.2.1 “Dados para avaliar o grau de Integração Financeira de Portugal durante a 1ª Integração Financeira Internacional (1870-1914)”.

c – Amostra de países: 1870-Reino Unido, França, Holanda, Estados Unidos; 1885/1900/1914/1930/1945/1960-Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão; 1980-Reino Unido, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Áustria*, Finlândia*, Itália*, Noruega*; 1985-Reino Unido, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Áustria*, Bélgica*, Finlândia*, Itália*, Noruega*, Suécia*, Suíça*; 1990-Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Áustria*, Bélgica*, Finlândia*, Itália*, Noruega*, Suécia*, Suíça*; 1995-Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Portugal, Áustria*, Bélgica*, Finlândia*, Itália*, Noruega*, Suécia*, Suíça*; 2000-Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Portugal, Áustria*, Finlândia*, Itália*, Noruega*, Suécia*, Suíça*.

* significa que o país pertence à rubrica “Outros (Europa)” (Linha nº 10).

O critério de selecção da amostra de países foi feito com base nas estatísticas disponibilizadas por Angus Maddison, no “*The World Economy: A Millennial Perspective*”. No apêndice A do livro, Maddison (2001) descreve numa tabela (para os anos desde 1820 até 1998) os 12 países Europeus Ocidentais com maior PIB *per capita* (Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Holanda, Noruega, Suécia, Suíça, Reino Unido). Adicionalmente, acrescentou-se os dados de Espanha à amostra de países por possuir, na época, um grau de desenvolvimento (medido pelo PIB *per capita*) semelhante ao português. Os restantes países que compõem a amostra de países (Japão, Canadá e Estados Unidos) foram inspirados na tabela apresentada por Obstfeld e Taylor, no artigo “*Globalization and Capital Markets*” (que contém os dados necessários à análise do grau de integração financeira internacional, desde 1870 até 1995).

d – O PIB da Amostra (somatório dos PIB’s de cada país que compõe a amostra de países) e o PIB Mundial foi retirado do artigo do Obstfeld e Taylor, 2002 (sendo que o PIB de 1885 corresponde a uma média aritmética do PIB de 1870 com o PIB de 1900). O valor encontra-se em mil milhões de dólares correntes americanos.

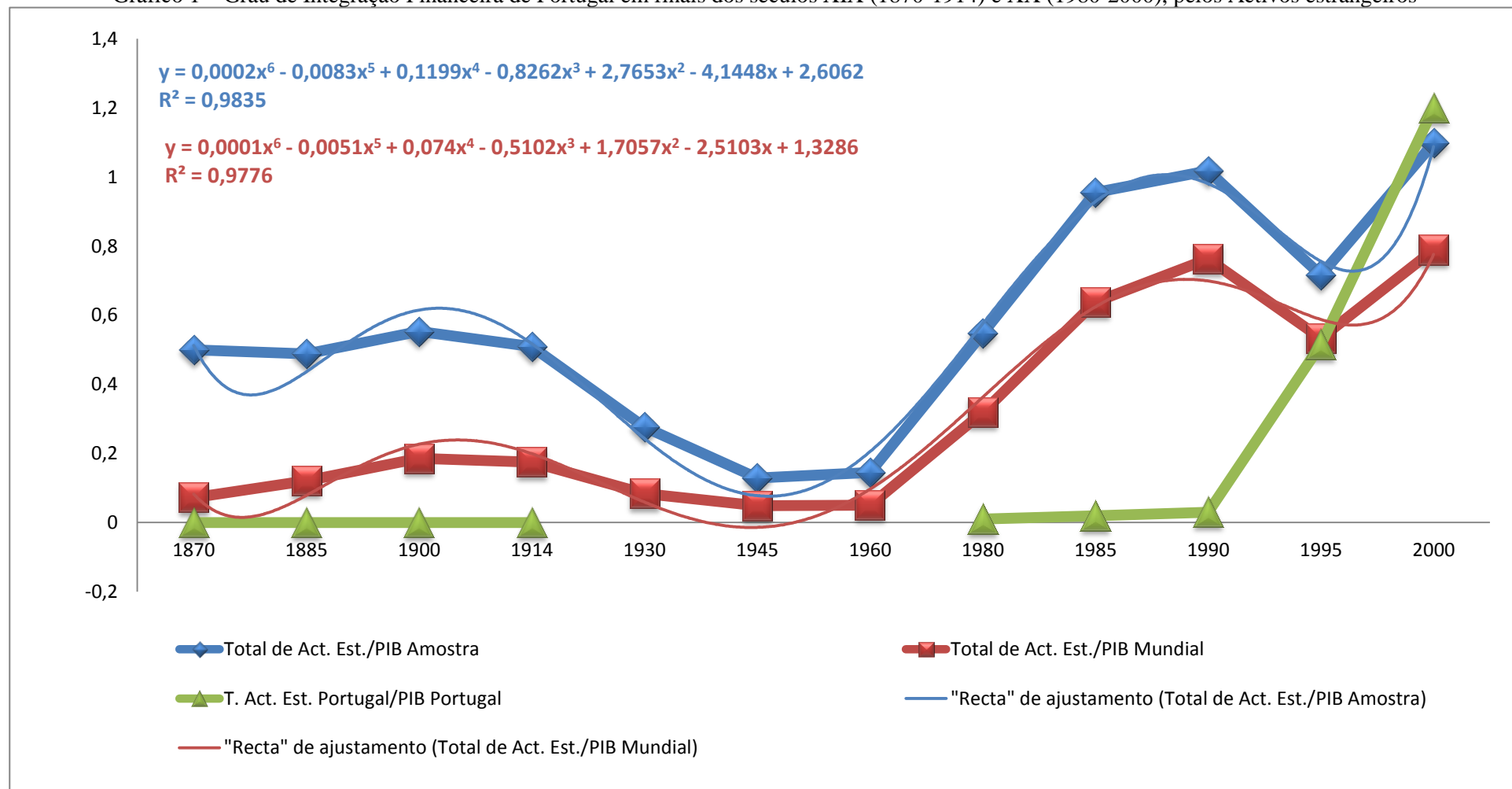
e – O PIB para Portugal foi retirado do *Working Paper* nº34, “Avaliação do Produto Interno de Portugal”, publicado por Nuno Valério (2008). O valor encontra-se em mil milhões de escudos correntes.

f – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do *International Financial Statistics - Yearbook 2002*.

g – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do *website* da UNCTAD (www.nationsencyclopedia.com/WorldStats/UNCTAD).

h – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do *website* do Banco Mundial (databank.worldbank.org).

Gráfico 1 – Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870-1914) e XX (1980-2000), pelos Activos estrangeiros



Fonte: Tabela II – Activos Estrangeiros (1870-2000).

século XX (1985-2000) sem precedentes. Então, tem-se a forma – J (obtida por Alexander Salles, 2007) como sendo a mais credível para avaliar o grau de integração financeira a nível internacional (dado que a partir de 1985 o rácio apresentou valores muito acima dos que se verificaram durante a 1ª integração financeira internacional). Obstfeld e Taylor (2002) reconhecem, no entanto, que os rácios acima descritos encontram-se subestimados. Devido à falta de dados sobre o Investimento Estrangeiro existente nalguns países incluídos na amostra, colocou-se um “zero” no numerador, embora o PIB dos países em causa tenha sido incluído no denominador, como parte do PIB Mundial estimado. Tem-se, assim, um rácio subestimado (limite inferior) para o verdadeiro rácio. Trata-se de um aspecto infeliz do método de estimação proposto. Uma maneira de corrigir tal situação é incluir apenas no denominador o PIB dos países para os quais existem dados sobre o investimento estrangeiro no numerador. Então, tem-se um novo rácio em que o denominador será o PIB da amostra. Este procedimento, apesar de ser mais preciso, gera um rácio sobrestimado (limite superior) para o verdadeiro rácio. Tal situação deve-se ao facto do número de países incluídos na amostra ser reduzido quando comparado com o número total de países Credores existentes no Mundo. Posto isto, o rácio ideal estará algures num ponto entre o limite inferior e o limite superior.

Na Tabela II (Linha nº 16) verifica-se que, a quantidade de activos estrangeiros na amostra de países (em relação ao PIB da amostra), subiu de 50% (1870) para 55,3% (1900), caindo ligeiramente para 50,9% (1914). Com o aparecimento das Guerras Mundiais o rácio diminuiu significativamente para 12,9% (1945). Na década de 1980, o rácio voltou a subir e apresentou um valor semelhante ao de 1900 (54,8%). A partir de 1985 os números foram sem antecedentes, ultrapassando os 100% (101,8% em 1990, e 109,8% em 2000). Então, tal como o rácio dos activos estrangeiros no mundo, o da amostra apresenta a forma – U desde 1900 até 1980, e a forma – J desde 1900 até 2000.

Em relação ao rácio de Portugal (Tabela II, Linha nº 18), apresentam-se valores nulos para os anos desde 1870 até 1914 (dado que o investimento feito no exterior era praticamente inexistente). Em contrapartida, a partir da década de 1980, Portugal obteve quantidades positivas de activos estrangeiros (1% em 1980, e 2% em 1985), sobretudo a partir da década de 1990 (51,5% em 1995, e 119,9% em 2000).¹³

¹³Note-se que, dentro das componentes que constituem a quantidade total de activos estrangeiros existente em Portugal durante as décadas de 1980 e de 1990, a rubrica outro tipo de investimento (que, de acordo com o *International Financial Statistics – IFS, yearbook 2002*, é composta por investimento em bancos, autoridades monetárias e governamentais, entre outros) foi a de valor mais significativo (em relação ao total de activos estrangeiros) seguindo-se o investimento directo estrangeiro e, por fim, o investimento de carteira, sendo que o investimento de carteira ultrapassou, por vezes, o investimento directo estrangeiro (como é o caso do ano 2000, pelo IFS).

De facto, segundo Silva (2006), ao longo do século XX quase não havia experiência de investimento português no exterior, fora dos espaços coloniais (pelo menos em volumes estatisticamente significativos). O investimento externo surgiu a um crescimento lento logo após a adesão à CEE (1986), contribuindo para isso vários factores: a melhoria da balança corrente que se seguiu à queda do preço do petróleo em 1986 e do crescimento das transferências comunitárias e, o mais importante, o forte aumento do investimento estrangeiro em Portugal (até ao início dos anos 90) com efeitos positivos sobre a balança financeira. Com isto, a balança de pagamentos tornou-se excedentária e o problema da dívida externa começou a esbater-se. Nestas condições, as empresas que quisessem investir no exterior teriam mais facilidade em obter os necessários recursos financeiros. Ora, este quadro favorável ao investimento externo (que as empresas não deixaram de aproveitar) e a entrada do escudo no Sistema Monetário Europeu em Abril de 1992 (que simbolizou o desaparecimento de restrições significativas na balança de pagamentos) foi crucial para o arranque do investimento de Portugal no estrangeiro durante a década de 1990 e para o seu crescimento acentuado a partir de 1995.

Comparando os valores dos rácios de Portugal, com os do mundo e da amostra de países (para os anos desde 1870 até 1914), verifica-se um forte contraste nos valores obtidos na medida em que, para Portugal, a quantidade de Activos estrangeiros em proporção do PIB é zero. Tem-se, assim, um Portugal não integrado financeiramente durante a 1ª integração financeira internacional (1870-1914). Por outro lado, durante a 2ª integração financeira internacional (1980-2000) Portugal encontra-se integrado no Mundo, principalmente a partir de 1995 (dado que, embora inferior, o rácio de Portugal é semelhante ao do mundo e da amostra de países em 1995, sendo ligeiramente superior no ano 2000). Então, pela avaliação dos activos estrangeiros, Portugal não participou no 1º processo de integração financeira internacional, tendo participado no 2º processo (sendo o grau de integração mais elevado a partir de 1995).

4.2 Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870-1914) e XX (1980-2000), pelos Passivos Estrangeiros

Em 1914, cerca de 21% do PIB Mundial, foi investido em passivos estrangeiros (Tabela III, Linha nº 13). Esta percentagem diminuiu para 11,2% durante o período entre-guerras, em 1938 (Obstfeld e Taylor, 2002). A partir da década de 1960 o rácio cresceu gradualmente para 30,8%, em 1985 (Tabela IV, Linha nº 17). Sendo o seu valor

em 1914 (21%), comparável ao de 1985 (30,8%), a forma – U (defendida por Obstfeld e Taylor, 2002) verifica-se desde 1914 até 1985. Os rácios dos anos seguintes apresentaram valores muito superiores e sem precedentes (45,3% em 1990, 52,1% em 1995, e 82,9% em 2000). Então, considera-se desde 1914 até 2000, a forma – J (de Alexander Salles, 2006), para a evolução dos passivos estrangeiros em relação ao PIB Mundial.

TABELA III – Passivos Estrangeiros (1870 – 1971)

	1ª Integração Financeira (1870 - 1914)				Período Entre – Guerras (1914 – 1945)		Bretton Woods (1945 - 1971)
Ano	1870	1885	1900	1914	1930	1945	1960
Europa ⁽¹⁾	n.d	n.d	5,4a	12,0b	n.d	n.d	7,6c
América do Norte ⁽²⁾	n.d	n.d	2,6a	11,0b	n.d	n.d	12,5c
Austrália e Nova Zelândia ⁽³⁾	n.d	n.d	1,6a	2,1b	n.d	n.d	n.d
Japão ⁽⁴⁾	n.d	n.d	0,1a	1,0b	n.d	n.d	0,3c
Portugal ⁽⁵⁾	n.d	n.d	n.d	0,396d	n.d	n.d	n.d
Mundo ⁽⁷⁾	n.d	n.d	23,1a	45,5b	n.d	n.d	39,9c
Tamanho Amostra ⁽⁸⁾	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
PIB Amostra ⁽⁹⁾	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
PIB Portugal ⁽¹⁰⁾	324e	441e	639e	711e	n.d	n.d	n.d
PIB Mundial ⁽¹¹⁾	111,0f	119,5f	128,0f	221,0f	491,0f	722,0f	1.942,0f
Total de Pass. Est./PIB Amostra ^{(12)=(7)/(9)}	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Total de Pass. Est./PIB Mundial ^{(13)=(7)/(11)}	n.d	n.d	0,180	0,210	n.d	n.d	0,020
T. Pass. Est. Portugal/PIB Portugal ^{(14)=(5)/(10)}	n.d	n.d	n.d	0,00056	n.d	n.d	n.d

Notas e Fontes da Tabela III:

A sigla “n.d” refere-se a dados “não disponíveis”.

- a – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do Woodruff, (1967, pág. 152, Tabela IV/II). O total de passivos estrangeiros no mundo (Linha nº 7) inclui passivos estrangeiros de diversos continentes designadamente, da Europa, da América do Norte (Estados Unidos e Canadá), da Austrália, da Nova Zelândia, do Japão, da América Latina, da Ásia (excepto o Japão), e de África (sendo que a maior parte do investimento externo detido pelos países é proveniente do Reino Unido, França, Alemanha e Estados Unidos).
- b – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do Woodruff, (1967, pág. 154, Tabela IV/III). Os passivos estrangeiros no mundo (Linha nº 7) são da Europa, da América do Norte, da Austrália e Nova Zelândia, do Japão, da América Latina, da Ásia (excepto o Japão), e de África. O investimento externo proveio de várias partes do Mundo.
- c – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do Woodruff, (1967, pág. 154, Tabela IV/V). O mundo (Linha nº 7) inclui passivos estrangeiros de diversos continentes (sendo o investimento oriundo do Reino Unido, da Alemanha Ocidental e dos Estados Unidos).
- d – Valor em mil milhões de escudos correntes estimado na secção 3.2.1 “Dados para avaliar o grau de Integração Financeira de Portugal durante a 1ª Integração Financeira Internacional (1870-1914)”.
- e – O PIB para Portugal foi retirado do *Working Paper*, “Avaliação do Produto Interno de Portugal” (Nuno Valério, 2008). Os valores encontram-se em mil milhões de escudos correntes.
- f – o PIB Mundial foi retirado do artigo do Obstfeld e Taylor (2002), sendo que o PIB de 1885 é uma média aritmética do PIB de 1870 com o PIB de 1900. O valor encontra-se em mil milhões de dólares correntes americanos.

TABELA IV – Passivos Estrangeiros (1980 – 2000)

Passivos Estrangeiros	2ª Integração Financeira (1980 - 2000)				
Ano	1980	1985	1990	1995	2000
Reino Unido(1)	508a	755a	1.762a	2.426a	4.504a
França(2)	134a	182a	758a	1.261a	2.347a
Alemanha(3)	224a	289a	751a	1.535a	2.461a
Holanda(4)	279a	137a	358a	586a	1.184a
Estados Unidos(5)	390a	1.206a	2.459a	4.292a	9.377a
Canadá(6)	185a	257a	445a	562a	682a
Japão(7)	147a	307a	1.529a	1.815a	1.854a
Espanha(8)	n.d	59a	195a	383a	672a
Portugal(9)	0,30b	1,0b	5,2b	66a	182a
Outros (Europa) (10)	194a	635a	1.674a	2.550a	3422a
Tamanho da Amostra(11)	11c	15c	15c	16c	15c
Total de Passivos Estrangeiros (12)=Total Passivos Estr. da amostra de países (11)	2.060	3.826	9.930	15.478	26.686
PIB Mundial(13)	10.988d	12.432d	21.905d	29.692d	32209d
PIB Amostra(14)	7.100d	8.846d	16.423d	22.127d	23147d
PIB Portugal(15)	32d	27d	78d	116d	117d
Total de Pass. Est./PIB Amostra (16)=(12)/(14)	0,29	0,433	0,605	0,699	1,153
Total de Pass. Est./PIB Mundial (17)=(12)/(13)	0,187	0,308	0,453	0,521	0,829
T. Pass. Est. Portugal/PIB Portugal (18)=(9)/(15)	0,01	0,04	0,12	0,569	1,556

Notas e Fontes da Tabela IV:

A sigla “n.d” refere-se a dados “não disponíveis”.

a – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do “*International Financial Statistics*” (2002).

b – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do *website* da UNCTAD.

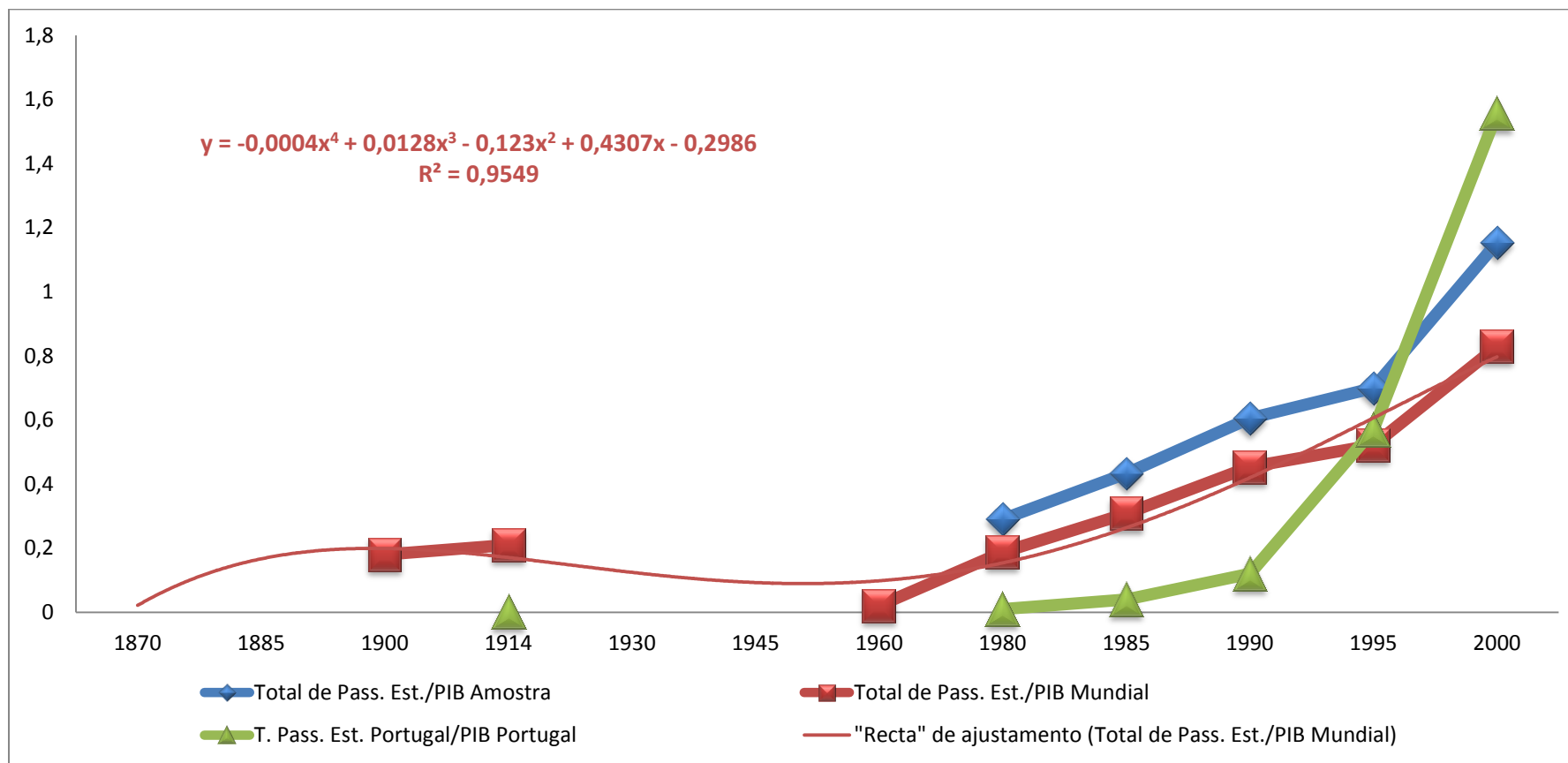
c – Amostra de países: 1980 – Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Áustria*, Finlândia*, Itália*, Noruega*; 1985 – Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Áustria*, Bélgica*, Finlândia*, Itália*, Noruega*, Suécia*, Suíça*; 1990 – Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Áustria*, Bélgica*, Finlândia*, Itália*, Noruega*, Suécia*, Suíça*; 1995 – Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Portugal, Áustria*, Bélgica*, Dinamarca*, Finlândia*, Itália*, Suécia*, Suíça*; 2000 - Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos, Canadá, Japão, Espanha, Portugal, Áustria*, Dinamarca*, Finlândia*, Itália*, Suécia*, Suíça*.

Os países com “*” pertencem à rubrica “Outros (Europa)” (Linha nº 10).

O critério utilizado na selecção da amostra de países foi o mesmo utilizado para os Activos Estrangeiros (apresentado na Tabela II).

d – Valor em mil milhões de dólares correntes americanos, retirado do *website* do Banco Mundial.

Gráfico 2 – Grau de Integração Financeira de Portugal em finais dos séculos XIX (1870-1914) e XX (1980-2000), pelos Passivos Estrangeiros



Fonte: Tabela III - Passivos Estrangeiros (1870 -1971) e Tabela IV – Passivos Estrangeiros (1980-2000).

Para os anos entre 1870 e 1914 não existem dados disponíveis para a amostra de países (Tabela III, Linha nº 12), o que impossibilita avaliar a evolução dos seus passivos estrangeiros. De facto, só se tem valores do rácio a partir da década de 1980 (Tabela IV, Linha nº 16), sendo que se verifica um aumento gradual nos finais do século XX (43,3% em 1985, 60,5% em 1990, 69,9% em 1995, e 115,3% em 2000).

No que respeita a Portugal verifica-se uma forte escassez dos seus dados, para os anos anteriores à 1ª Guerra Mundial. No entanto, embora com um reduzido número de observações, tenta-se contextualizar Portugal no mundo (através de uma análise, também, qualitativa). Em 1914 (Tabela III, Linha nº 14), apresenta-se uma quantidade de PIB português investida em passivos estrangeiros de 0,056% (o que, apesar de não ser um valor significativo, demonstra um Portugal receptor de investimento oriundo do exterior em finais do século XIX). De facto, segundo Álvaro Ferreira da Silva¹⁴, ao longo da segunda metade do século XIX, Portugal beneficiava do enquadramento externo favorável aos movimentos de capital (como por exemplo, a inexistência de intensos conflitos entre os países europeus, o desenvolvimento legislativo e institucional com benefício nos fluxos de capital). Por outro lado, a participação de Portugal no padrão-ouro (assente em câmbios fixos e na ausência de controlos à circulação de capitais) foi outra condição favorável ao investimento externo. Os capitais estrangeiros em Portugal eram, sobretudo, investimento em títulos de dívida pública (devido aos empréstimos ao estado, contraídos no exterior). No entanto, a crise financeira de 1891-1892 (que resultou da crescente dívida pública que o estado possuía com o exterior, e da redução das remessas dos emigrantes) levou a moeda portuguesa a abandonar o padrão-ouro em 1891, e reduziu a compra externa de títulos de dívida pública portuguesa.

Em relação ao período de observação que integra a 2ª integração financeira internacional (1980-2000) verifica-se que, durante as décadas de 1980 e de 1990, a quantidade do PIB português investida em passivos estrangeiros cresceu de modo progressivo (principalmente na segunda metade da década de noventa). Realmente, verifica-se uma subida no rácio de 4% (em 1985), para 56,9% (em 1995), e para 155,6% (em 2000).¹⁵

¹⁴ Álvaro Ferreira da Silva, "Investimento estrangeiro e multinacionais em Portugal: um esboço de síntese" (<http://www.egi.ua.pt/xxiiaphes>; consulta a 28 de Fevereiro de 2011).

¹⁵ A componente dos passivos estrangeiros de Portugal de valor mais significativo durante as décadas de 1980 e de 1990, tal como para os activos estrangeiros, foi a rubrica outro tipo de investimento. Seguiu-se, para a década de 1980, o investimento directo feito pelo exterior e, por último, o de carteira. Por sua vez, na década de 1990, a segunda rubrica de valor mais significativo foi o investimento de carteira, sendo o investimento directo feito pelo exterior a rubrica de valor menos significativo (em relação ao total de passivos estrangeiros em Portugal).

Tal como para os activos estrangeiros, o aumento do investimento estrangeiro em Portugal deve-se, sobretudo, à adesão de Portugal à CEE (em 1986), num contexto de eliminação de barreiras tarifárias, técnicas e fiscais (facilitando a entrada de capitais estrangeiros em Portugal), exigidas pela realização da entrada do escudo no Sistema Monetário Europeu (em 1992).

Com o intuito de avaliar o grau de integração financeira de Portugal entre 1870 e 1914, confronta-se o valor do rácio de Portugal (0,056%) em 1914 (dado ser o único ano que Portugal possui dados disponíveis), com o do mundo (21,0%) (visto que para a amostra de países não existem dados disponíveis), e verifica-se que o seu valor (embora positivo) é muito inferior. Com efeito, tem-se um Portugal (em finais do século XIX) pouco integrado (a nível financeiro) no mundo. Por outro lado, quando se compara os rácios de Portugal com os do mundo e da amostra de países (em finais do século XX), constata-se que (durante a década de noventa) os 3 rácios apresentam valores próximos (sendo que no ano 2000, o rácio de Portugal é superior ao do mundo e ao da amostra de países). De facto, pelo Gráfico II, a linha de Portugal apresenta-se acima da linha do mundo (no ano 2000) e da linha da amostra de países (em 1995 e 2000). Então, em finais do século XX, Portugal encontra-se com um grau superior de integração (sobretudo a partir de 1995). Assim, pelos passivos estrangeiros, Portugal participou em ambos os processos de integração financeira internacional, sendo que o grau de participação no 2º processo é muito superior ao do 1º.

4.3 Grau de Integração Financeira de Portugal – País em Desenvolvimento (em finais do século XIX) e País Desenvolvido (em finais do século XX)

Outra forma de medir o grau de integração de Portugal no âmbito do tema da integração financeira internacional é comparar o grau de desenvolvimento (medido pelo PIB *per capita*) de Portugal com o grau de desenvolvimento dos outros países. Para tal, recorre-se a uma tabela (publicada no artigo, *A tale of two “globalizations”: capital flows from rich to poor in two eras of global finance*, de Moritz Schularick, 2006) que distingue os países desenvolvidos dos países menos desenvolvidos (dado que os menos desenvolvidos são aqueles que possuem um PIB *per capita* de valor inferior a 1/3 do PIB *per capita* dos países mais avançados que pertenciam à “Organização para a Cooperação do Desenvolvimento Económico”, OCDE, em 1900 para a 1ª integração financeira e, em 1995, para a 2ª integração). Assim, avalia-se o grau de integração

financeira de Portugal (pelos activos e passivos estrangeiros) tendo em consideração o facto de ser um país em desenvolvimento, em finais do século XIX (no período da 1ª integração financeira), e um país desenvolvido em finais do século XX (no período da 2ª integração financeira).

Em finais do século XIX, os países desenvolvidos (ou ricos), abundantes em capital e escassos em mão-de-obra, exportavam o capital para os países em desenvolvimento (ou pobres) em troca da sua mão-de-obra barata. Esta transferência de capitais, dos ricos para os pobres, mantinha-se até igualar o rácio capital/mão-de-obra dos países e, por conseguinte, os preços dos bens (capital e mão-de-obra). Com isto, o rendimento *per capita* dos países pobres assemelhava-se ao rendimento *per capita* dos países ricos. Ora, em mercados integrados, tem-se rendimentos *per capita* semelhantes. Assim, deduz-se que a 1ª integração financeira deu-se nos países em desenvolvimento e nos países desenvolvidos, do lado dos passivos estrangeiros (no caso dos países em desenvolvimento) e do lado dos activos estrangeiros (no caso dos países desenvolvidos).

O'Rourke e Williamson (1999) afirmam que Portugal, no período da 1ª integração financeira, apesar de ser considerado um país em desenvolvimento, não recebeu investimento dos países desenvolvidos (ou ricos). Uma possível explicação para os reduzidos valores de capital estrangeiro em Portugal relaciona-se com o facto de se julgar, na época, que os trabalhadores situados na periferia da Europa eram menos produtivos do que os da parte central. Ora, mão-de-obra ineficiente implica que, para atingir o mesmo nível de produtividade, os países ricos necessitem de contratar mais trabalhadores gastando, para isso, mais dinheiro. Com isto, o capital e a mão-de-obra deixam de ser considerados bens substitutos (dado que o preço da mão-de-obra passa a ser superior ao do capital) desencorajando o investimento nos países em desenvolvimento. Outra razão para o não investimento externo prende-se com o facto de Portugal ter abandonado o padrão-ouro em 1891, e o aumento do risco do câmbio a ele associado (devido à flutuação da moeda portuguesa contra as outras moedas europeias), levando o governo português a implementar controlos de capital (dificultando, assim, o investimento estrangeiro no país). Posto isto, conclui-se que (pelos passivos estrangeiros, ou seja, pelo investimento do exterior) Portugal pouco participou na 1ª integração financeira, como se pode verificar pelo valor aproximadamente nulo do seu rácio (Tabela III, Linha nº 14).

Em relação aos activos estrangeiros de Portugal em finais do século XIX (ou seja, quantidade de capital investido no exterior), tratando-se de um país em desenvolvimento (escasso em capital e abundante em mão-de-obra), considera-se que

eram praticamente inexistentes (facto que se comprova pelo rácio nulo presente na Tabela II, Linha nº 18). Assim, pelos activos estrangeiros, deduz-se que Portugal não participou na 1ª integração financeira. Por outro lado, os países que compõem a amostra para o ano 1914 (designadamente, Reino Unido, França, Alemanha, Holanda, Estados Unidos e Canadá), sendo considerados desenvolvidos, encontravam-se integrados financeiramente pelos activos estrangeiros, como se comprova pelo valor elevado do rácio da amostra, designadamente, 50,9% (Tabela II, Linha nº 16). Note-se, no entanto, que o Reino Unido foi o país que mais contribuiu para a integração financeira em finais do século XIX (por possuir quantidades superiores de activos estrangeiros, nomeadamente, 19,5 mil milhões de dólares).

Ao contrário do que aconteceu na 1ª integração financeira, em que os países ricos (ou desenvolvidos) investiam significativamente nos países pobres (ou em desenvolvimento), na 2ª integração financeira a distribuição do investimento deu-se, especialmente, entre os países ricos (Schularick, 2006). Ora, esta alocação maioritária de investimento entre os países ricos está de acordo com a tese de Lane e Ferretti (2001). De facto, segundo os historiadores, o nível de rendimento de um dado país encontra-se positivamente correlacionado com a quantidade de fluxos de capitais existente no próprio país. Ou seja, os países desenvolvidos (que são os que possuem maior PIB *per capita* ou maior rendimento) possuem um nível superior de fluxo de capitais, e os países menos desenvolvidos (menor PIB *per capita*, ou menor rendimento) um nível inferior.

Assim, em finais do século XX, os países desenvolvidos encontravam-se mais integrados financeiramente entre si, do que com os países em desenvolvimento. Esta integração, por sua vez, dava-se não só pelos activos estrangeiros como, também, pelos passivos estrangeiros. Ora, sendo Portugal (e os países que compõem a amostra de países para o período da 2ª integração financeira) considerado um país desenvolvido, deduz-se a sua participação na mesma (pelos passivos estrangeiros e pelos activos estrangeiros), como se pode verificar pelos valores próximos dos rácios de Portugal com os da Amostra de Países em 1995 e 2000 (Tabela II, Linha nº 18 e Linha nº 16 para os activos estrangeiros e Tabela IV, Linha nº 18 e Linha nº 16 para os passivos estrangeiros). É de salientar que o país mais semelhante a Portugal (em finais do século XX), em relação ao seu grau de desenvolvimento (medido pelo PIB *per capita*), é Espanha, sendo imprescindível a sua inclusão na amostra de países para o século XX.

Em suma, a 1ª integração financeira ocorreu entre os países em desenvolvimento (pelos passivos estrangeiros) e os países desenvolvidos (pelos activos estrangeiros). No

entanto, Portugal (apesar de ser considerado um país em desenvolvimento) não participou na 1ª integração financeira por não integrar as condições necessárias ao investimento (designadamente, possuía mão-de-obra cara e flutuações na moeda devido ao abandono do padrão-ouro) por parte dos países desenvolvidos. Por sua vez a 2ª integração financeira, seja pelo lado dos activos ou dos passivos estrangeiros, deu-se entre os países desenvolvidos, apenas, entre os quais se inclui Portugal e a amostra de países para o século XX.

5. CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E PERSPECTIVAS DE INVESTIGAÇÃO FUTURA

5.1 *Conclusão*

Neste trabalho avaliou-se o grau de integração financeira de Portugal no mundo em dois períodos: 1870-1914 (1ª integração financeira internacional) e 1980-2000 (2ª integração financeira internacional), tendo-se investigado de modo a que Portugal tenha o papel principal no tema da integração financeira, aspecto em falta em muitas sínteses bibliográficas internacionais que contêm análises sobre o tema da integração financeira em finais do século XIX. Uma causa possível sobre a ausência de Portugal em muitos estudos internacionais relaciona-se com o facto de não existir dados disponíveis sobre os seus activos e passivos estrangeiros para o período anterior à 1ª Guerra Mundial. Esta falha poderá, no entanto, ser contornada por uma investigação mais profunda das relações internacionais existentes em Portugal, de maneira a quantificar a sua quantidade de fluxos de capitais transferida dos países desenvolvidos (abundantes em capital e escassos em mão-de-obra).

A vasta literatura existente sobre esta temática, revela que não existe uma só abordagem para avaliar empiricamente o grau de integração financeira num dado país. De facto, há estudos nos quais a integração financeira é analisada por via dos preços (paridade das taxas de juros) e outros que o fazem por via das quantidades (análise dos stocks de activos e passivos estrangeiros entre os países). Todavia, devido à falta de dados do século XIX (para os testes por via dos preços), muitos trabalhos realizados têm incidido nos testes por via das quantidades, e este não foi excepção.

Numa primeira fase, foram recolhidos dados dos activos e passivos estrangeiros (desde 1870 até 2000), para Portugal e para o mundo (dado que o mundo é uma amostra de países onde se inclui aqueles que se destacavam na época pela sua grande capacidade económico-financeira). Na fase seguinte, obtiveram-se dados (desde 1870 até 2000) sobre o PIB de Portugal, o PIB mundial e o PIB da amostra de países (que foram incluídos na quantidade total de activos e passivos estrangeiros do mundo em cada ano).

Em seguida, dividiu-se cada um dos valores de activos e passivos estrangeiros de Portugal e do mundo, pelo seu PIB correspondente. Assim, no caso de Portugal dividiu-se pelo PIB de Portugal, no caso do mundo dividiu-se primeiro pelo PIB mundial (limite inferior para o verdadeiro rácio do mundo) e depois pelo PIB da amostra de países (limite superior para o verdadeiro rácio). Com isto, apresentaram-se duas maneiras (uma

para os activos e outra para os passivos) de medir a mobilidade do capital (que, por sua vez, é um indicador de integração financeira) de Portugal no mundo.

Posteriormente, comparou-se a evolução de ambos os rácios (activos e passivos estrangeiros) de Portugal com os do mundo e da amostra de países, em finais dos séculos XIX (1870-1914) e XX (1980-2000). Constatou-se que, em relação aos activos financeiros, o rácio para Portugal (sendo nulo) encontra-se muito abaixo do mundo e da amostra de países em finais do século XIX (1ª integração financeira internacional) e durante a década de 1980 (2ª integração financeira internacional). A partir da década de 1990 os 3 rácios apresentam valores semelhantes (sendo que no ano 2000 o rácio de Portugal ultrapassou o do mundo e o da amostra de países). Então, pela análise dos activos estrangeiros, durante a 1ª integração financeira internacional Portugal tinha um baixo grau de integração. Por sua vez, na 2ª integração financeira internacional, Portugal estava mais integrado, sendo o grau de integração mais elevado a partir da segunda metade da década de 1990. Por outro lado, pelos passivos estrangeiros, o rácio de Portugal obtido (apesar de ser muito inferior ao do mundo e ao da amostra de países) representa um valor significativo para afirmar que havia investimento estrangeiro a níveis razoáveis em Portugal nos finais do século XIX (1870-1914). Logo, considerou-se um Portugal integrado no mundo durante a 1ª integração financeira internacional (embora com um grau de intensidade reduzido). Por sua vez, constatou-se um crescimento gradual do rácio de Portugal a partir da década de 1980, aproximando-se os valores dos 3 rácios durante a década de 1990 (sobretudo a partir da segunda metade da década). Assim, durante a 2ª integração financeira internacional, tal como aconteceu para os activos estrangeiros, Portugal esteve integrado financeiramente no mundo, sendo que o grau de intensidade a partir de 1995 foi mais elevado que no período anterior.

Por fim, abordou-se o tema da integração financeira de Portugal tendo em conta o seu grau de desenvolvimento em finais do século XIX e em finais do século XX. Assim, verificou-se que Portugal apesar de ser um país em desenvolvimento (ou pobre) em finais do século XIX, não recebeu investimento estrangeiro dos países desenvolvidos (ou ricos). De facto, na época, Portugal não foi considerado um país benéfico ao investimento por parte do exterior por causa da ineficácia dos seus trabalhadores e por ter abandonado o padrão-ouro em 1891 (que fez aumentar o risco de câmbio por parte dos investidores). Posto isto, os países ricos preferiram não investir de maneira expressiva em Portugal o que leva a concluir que, pelos passivos estrangeiros, Portugal pouco participou na 1ª integração financeira. Note-se que os países em

desenvolvimento, por não possuírem quantidades suficientes de capital, não investiam no exterior (ou seja, não detinham activos estrangeiros). Logo, sendo Portugal um país em desenvolvimento em finais do século XIX, deduz-se a sua não participação na 1ª integração financeira, pelos activos estrangeiros. Por sua vez, na 2ª integração financeira verificou-se que os fluxos de capitais transferiam-se, maioritariamente, entre os países desenvolvidos (ou ricos). Ora, sendo Portugal um país desenvolvido (medido pelo seu PIB *per capita*) em finais do século XX, constata-se a sua participação na 2ª integração financeira (não só pelos activos estrangeiros, como também pelos passivos estrangeiros).

Em suma, conclui-se que o grau de integração financeira em Portugal no mundo em finais do século XIX (1870-1914) é reduzido, e em finais do século XX (1980-2000) elevado. É de salientar ainda que, o pouco que Portugal esteve integrado a nível financeiro, no período da 1ª integração financeira, deve-se aos passivos estrangeiros, em especial à dívida pública externa (cerca de £40,769 milhões) e ao investimento estrangeiro britânico em caminhos-de-ferro (cerca de £12,9 milhões). Por sua vez, Portugal encontra-se integrado financeiramente em finais do século XX, sendo a rubrica outro tipo de investimento (composta por investimentos realizados em bancos e outros sectores, em autoridades monetárias e governamentais) a que mais contribuiu para essa integração (seja do lado dos activos ou dos passivos estrangeiros).

5.2 Limitações

Esta investigação, como todos os estudos feitos com base numa evolução histórica do investimento estrangeiro presente num determinado país, apresenta limitações.

Desde logo, as fontes utilizadas em ambos os séculos não foram idênticas, o que pode enviesar as comparações sobre os valores estimados para os activos e passivos estrangeiros de um dado país (atendendo a que os métodos de avaliação utilizados para estimar os valores variaram de um século para o outro). Outra limitação relaciona-se com os dados de Portugal para o final do século XX. Realmente, a fonte utilizada para os valores respeitantes aos anos 1980, 1985 e 1990 (*UNCTAD*) difere da que foi utilizada para os anos 1995 e 2000 (*IFS*), podendo nessa medida, estar enviesados. De facto, enquanto a primeira reflecte apenas as transacções feitas ao longo do tempo na balança de pagamentos de um determinado país, a segunda não só leva em consideração as transacções na balança de pagamentos, como também as alterações dos preços, das taxas de câmbio e de outros ajustamentos (posicionando o país a nível internacional).

Por outro lado, devido à falta de trabalhos sobre o tema deste estudo, o número de anos e de países com dados disponíveis (para avaliar o grau de integração de Portugal no mundo) no final do século XIX, foi muito reduzido. Sendo variáveis imprescindíveis neste estudo, é necessário questionar se as conclusões seriam as mesmas no caso de se aumentar o seu número.

Outra limitação deste estudo relaciona-se com o pequeno tamanho da amostra de países para o século XX. No entanto, tal situação é razoavelmente ultrapassada visto que se introduziu dois rácios que limitam o valor do verdadeiro rácio para o mundo, designadamente o rácio da amostra de países (limite superior) e o do mundo (limite inferior).

Por fim, com o intuito de se comparar o grau de integração financeira em ambos os séculos, a metodologia utilizada limitou-se a avaliar duas variáveis apenas, activos e passivos estrangeiros (devido à falta de dados para o século XIX). Desta forma, é inevitável questionar se os resultados seriam idênticos, caso se estudasse outro tipo de variáveis (como por exemplo, as taxas de juro).

5.3 *Perspectivas de investigação futura*

Entrando na essência do objectivo principal deste estudo (designadamente, avaliar o grau de integração financeira de Portugal em finais dos séculos XIX e XX no mundo), propõe-se a realização de uma análise empírica com base num teste por via dos preços (que se auto intitula por paridade descoberta das taxas de juro). Este teste possui como indicador da mobilidade do capital a igualdade das taxas de juro nominais entre os países (apesar da exposição ao risco cambial). Nesta situação ter-se-ia eliminado o desafio na recolha de dados do século XIX para Portugal na medida em que se utilizava as taxas de juro nominais (relacionadas com os títulos de dívida pública) publicadas num trabalho realizado por Ana Bela Nunes, Miguel St'Aubyn, Nuno Valério, e Rita Martins de Sousa, designado “*The Determinants of the behaviour of the income velocity of money: an econometric approach (1854-1998)*”. Por sua vez, para os anos 1912 e 1913, retiravam-se as cotações dos consolidados de 3% publicadas nos *Apêndices do Diário do Governo* da época. É de salientar no entanto, que esta sugestão carece de uma intensa exploração das taxas de juro nominais disponíveis para os principais centros financeiros da época (de forma a compará-las com as de Portugal).

Destaca-se por fim, a necessidade de se realizarem estudos sectoriais sobre o investimento estrangeiro na indústria, nos seguros (e noutras actividades com foco na

área económico-financeira) pois, só assim, será possível calcular um valor mais exacto do Investimento estrangeiro presente nos países em finais do século XIX.

BIBLIOGRAFIA

Livros e Monografias:

- Banco de Portugal (2009), *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*. Departamento de Estudos Económicos.
- Ferreira, Paulo (2006), *A integração financeira na União Europeia – o Euro e o quinto alargamento: uma análise empírica*, Edições Ecopy, Porto.
- International Monetary Fund (2002), *International Financial Statistics, Vol. LIV* (Yearbook), Washington, D.C. 20431, U.S.A.
- Lains, Pedro (1992), *Foreign Trade and Economic Growth in the European Periphery: Portugal, 1851-1913*, Ph.D. dissertation, European University Institute.
- Maddison, Angus (1995), *Monitoring the world economy 1820-1992*, Paris: OECD.
- Maddison, Angus (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective*. Development Centre of the Organization for Economic co-Operation and Development, OECD.
- Mata, Eugénia e Nuno Valério (2003), *História económica de Portugal: uma perspectiva global*, Editorial Presença.
- O'Rourke, A. e Kossuth Williamson (1999), *Globalization and History – The evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*, Massachusetts Institute of Technology; London, England.
- Valério, Nuno (coordenador) (2001) *Estatísticas Históricas Portuguesas*, Lisboa: Instituto Nacional de Estatística.
- Woodruff, W. (1967), *Impact of Western Man: A Study of Europe's Role in the World Economy 1750 – 1960*, New York: St. Martin's Press, pp. 114-163.

Contribuições para trabalhos colectivos:

Eichengreen, B.J., and M. Flandreau (1996), The Geography of the Gold Standard. In: *Currency Convertibility: The Gold Standard and Beyond*, edited by J. Braga de Macedo, B.J. Eichengreen and J. Reis. London: Routledge.

Mata, Maria Eugénia (2008), A Forgotten Country in Globalization? The Role of Foreign Capital in Nineteenth-Century Portugal. In: *Pathbreakers: small european countries responding to globalization and deglobalization*, edited by Margrit Muller and Timo Myllyntaus. Bern: Peter Lang, pp. 177-204.

Silva, Joaquim Ramos (2006), O investimento directo estrangeiro na economia portuguesa. In: *A Economia Portuguesa 20 anos Após a Adesão*, António Romão (org.). Coimbra: Almedina, pp. 491-518.

Periódicos:

Casson, Mark C. (1998), An economic theory of the free-standing company. In Mira Wilkins and Harm Schortter (eds.), *The Free-Standing Company in the World Economy, 1830-1996*, Oxford: Oxford University Press.

Cramon, Edgar (July 1907), British investments abroad, *Quarterly Review*, vol. CCVII, n. **412**: pp. 245-272.

Esteves, Rui P. (2011), The Political Economy of Global Financial Liberalization in Historical Perspective, *Discussion Papers in Economic and Social History*, Oxford University **89**.

Feldstein, M. and C. Horioka (1980), Domestic Saving and International Capital Flows, *Economic Journal*, **90**: 314-29.

Lane, P. e Gian Maria Milesi-Ferretti (2001), The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries, *Journal of International Economics* **55**:263-294.

- Nunes, Ana Bela; Sousa, Rita Martins; St'Aubyn, Miguel; Valério, Nuno;, The Determinants of the behaviour of the income velocity of money: an econometric approach (1854-1998), *artigo submetido*.
- Obstfeld, Maurice and Alan M. Taylor (2002), Globalization and Capital Markets, *National Bureau of Economic Research, Working paper, 8846*, Cambridge: Massachusetts Avenue.
- Paish, George (Sept. 1909), Great Britain's capital investments in other lands, *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. *LXXII*, n. **III**: pp. 456-480.
- Paish, George (Jan. 1911) Great Britain's investments in individual colonial and foreign countries, *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. *LXXIV*, n. **II**: pp. 167-200.
- Quinn, D. (1997), The Correlates of Change in International Financial Regulation, *American Political Science Review*, **91** (3): 531-51.
- Reis, Jaime (1991), The Gold Standard in Portugal, 1854-1891, *Paper presented to the Conference on the Gold Standard in the Periphery, 1854-1939*. Lisbon, Universidade Nova de Lisboa.
- Salles, Alexander (2007), Financial globalization in historical perspective: Some empirical evidence contrasting the U-shaped pattern with the J-curve proposition, *Department of Economics, Federal University of Espírito Santo*.
- Schularick, Moritz (2006), A Tale of two "Globalizations": Capital Flows from Rich to Poor in two eras of Global Finance, *International Journal of Finance and Economics*, **11**: 339-354.
- Seabra, Fernando (2002), Integração financeira e convergência entre as taxas de juros dos países do Mercosul. *Textos de Economia*, **v.7, n.1**, Florianópolis, p. 137-168.
- Simões, Vítor Corado (1999-2000), Portugal e os fluxos internacionais de investimento directo. *Janus* **99-00**.

Valério, Nuno (2008), Avaliação do Produto Interno Bruto de Portugal. *Gabinete de História Económica e Social*, ISEG WP: **34**, Lisboa.

Referências electrónicas

Banco Mundial: <http://databank.worldbank.org/>

Silva, Álvaro, *Investimento estrangeiro e multinacionais em Portugal: um esboço de Síntese*, <http://www.egi.ua.pt/xxiiaphes>; consulta 28 de Fevereiro de 2011.

UNCTAD: <http://www.nationsencyclopedia.com/WorldStats/UNCTAD>